

## 從貨幣政策看2014年經濟

---

根據國際機構的預測，2014年主要經濟體的國內生產毛額（GDP）之年增率為：全球3.0至3.6%，其中美國2.6至2.8%、日本1.2%、歐元區0.9至1.0%，亞洲地區6.2至6.5%和中國大陸7.3至7.4%，除日本外，皆較2013年之成長預估值稍高，但仍屬低成長狀態。國內機構對台灣成長率的預測在2.5-2.8%，雖政府努力要保「3」，但若以季度年成長率來觀察，2013年的歐美日和中國大陸呈逐季上升現象，台灣則欲振乏力獨憔悴。

貨幣牽引經濟動向。實際上，在2008年發生全球金融海嘯之前，全球大國正採取緊縮貨幣政策，而在其後的因應上，皆採取寬鬆貨幣政策。若以比較接近中央銀行強力貨幣的指標來看，自2008年底迄今，美國聯準會（Fed）持有債券餘額增加669%，日本基礎貨幣增加89%，中國

人民銀行狹義貨幣供給 M1 增加 96%，而台灣央行的準備貨幣增加 34%。

各國貨幣寬鬆程度的判別，以一個較簡單的方式，可與貨幣的所得方程式所隱含的長期均衡或最適當貨幣成長率，亦即，名目 GDP 成長率來做比較。貨幣供給的實際成長率為短期現象，若其數值大於該均衡值或最適值則為寬鬆，反之，則為緊縮。

上述各國的貨幣成長皆高於各自名目 GDP 成長率，顯示各國皆採取寬鬆貨幣措施以因應金融海嘯下之景氣低迷現象。其中，美國為「極度寬鬆」，日銀基礎貨幣自今年 4 月迄今已成長 31%，為「激進寬鬆」。日前台灣央行宣布維持 M2 成長目標區，在當前國內成長減緩、通膨率低下，和今年以來 M2 成長率逐月上升的情況下，這種不縮小原目標區的作為，顯示「適度寬鬆」政策的必要性。

各國在採取寬鬆措施、「印鈔救市」的效果，雖各有差異，但可歸納如下觀點：

一、在景氣長期低迷和通膨率偏低時，要增加其寬鬆程度，

例如美國和日本，而適度寬鬆應較適用在穩定成長時期採用微調措施，例如台灣和中國大陸。

二、強力貨幣寬鬆確有刺激景氣的短期效果，而如果基礎站穩並得其他支援，則會產生中長期成長效果，例如，美國製造業復興和日本安倍首相的第二、三支箭的功用。

三、貨幣政策是反景氣對策，若景氣低迷則寬鬆，好轉則緊縮，而寬鬆、緊縮、寬鬆…是因應景氣循環的必然現象，例如，美國量化寬鬆（QE）措施即將開始退場，市場也正面看待這種現象，未見恐慌。

四、各國寬鬆的相對程度也因相關貨幣利差的變動而影響其匯率，例如，自 2008 年以來，美國的極度寬鬆造成美元走貶，而今年以來的激進寬鬆也促進日圓貶值。

五、經濟學大師弗里德曼（Friedman M.）曾說，通膨（或通縮）都是貨幣現象。當前歐美日設有通膨目標在 2%，和中國大陸 3.5%，以為貨幣調控之依據。由於

歐美日皆憂慮通縮的問題，故仍維持低利率水準和數量寬鬆，但中國大陸則因國內通膨率已接近其目標，而採取穩健的宏觀調控貨幣措施。

六、貨幣貶值有增加出口商匯兌收益的短期效果，但並不保證其出口競爭力會上升。例如，用日圓表示的日本名目出口年增率，在 2013 年第 2、3 季分別為 7.1% 和 12.7%，但扣除日圓貶值的實質出口年增率則分別降至 3.5% 和 -1.1%。最近台灣也出現類似現象，需要加強國內產業政策和企業策略的調整，以提升出口競爭力。

以上，回顧 2013 年主要國家的貨幣政策效果，展望 2014 年，若無供給面重大變化之攪亂，例如，國際原油和重要商品價格的變動，貨幣政策所牽動出來的 2014 年之經濟情勢，將會與 2013 年所見趨勢有很多類似之處。

(經濟日報 2014 年 1 月 2 日)

## 石油與美元的戰爭

---

石油並非只是一般商品，亦是國際重要戰略商品，就像美元並非只是一種金融商品，亦是國際主要儲備貨幣。曾有言，全球重要經濟武器有二：中東的石油和美國的美元。例如，若缺少石油，陸海空運輸停擺，全球經濟活動也因而停擺；而在美元本位制度之下，若缺少美元，很難從事國際貿易與金融的經濟活動。因此，石油和美元本身的市場供需常摻雜國際政治層面的因素。

國際原油交易大都以美元計價，兩者間價格變動存在某種程度的關連性。2014年下半年以來，國際原油價格持續低迷，而美元則維持強勢，顯示美元相對石油值錢。從金融面言，美國聯準會（Fed）2008年秋季以來推出三次量化寬鬆（QE），在市場上釋出龐大的美元流動性，帶動了全球主要國家股債和原油價格上揚；而當前油價下跌，

主要始於 2014 年中傳出 Fed 將採取緊縮性的貨幣政策——停止 QE3 和啟動升息，市場預期美元流動性將減少，油價後市因而受到壓抑。

從實體面言，近年來國際原油價格下跌主因供過於求。例如，自 2014 年 7 月來，全球油氣消費平均年成長 1.27%，但供給年成長有 3.09%。當前全球經濟成長低迷，對原油的需求變化不大，相對的，供給面的變化較能聚焦。

首先，美國、俄羅斯和沙烏地阿拉伯（沙國）為當前全球油氣生產的三大國家，在 2015 年 6 月，其生產占比分別為 16.01%、11.32% 和 10.34%。自 2014 年年中以來，儘管原油價格低落，但這三個國家仍各自有其理由繼續生產。其中，沙國和俄羅斯的石油出口收入占其財政收入八成以上，對石油生產依賴很大，美國則因近年國內頁岩油崛起和國際石油戰略需要，而難於放棄生產。

其次，自 2012 年初以來，美國原油生產即穩居全球第一，為全球同時擁有石油和美元兩大經濟利器的唯一強國。另一方面，石油輸出國家組織（OPEC）的石油生產

占比逐年下降，從 2012 年第 1 季的 41.71% 降至 2015 年第 2 季的 38.80%。上述情勢有助美國就業、貿易和財政收支等方面的穩健發展，其在國際政治上亦具有相當大的涵意，亦即有助擺脫中東石油國家地緣政治的糾纏，和提高美國對國際原油價格的話語權。

最後，美國和沙國間的低油價石油戰爭，導致美國頁岩油開採油井數量大幅減少約 60%，以此，沙國似乎占得上風，但低油價的持久戰，沙國將因下列現象，最後將難以支撐下去：

- 一、低油價已使沙國陷入財政赤字的壓力，擬在今年發行公債 270 億美元，彌補財政缺口。
- 二、沙國礦業產值占國內生產毛額（GDP）高達 40%，若礦業毀了，沙國全體產業活動將去掉一半。
- 三、沙國經濟規模相對較小，2014 年的 GDP 為 7,523 億美元，還小於美國的一家科技大廠—蘋果在 2015 年 2 月 23 日的市值 7,747 億元，沙國以小搏大有其極限。

美、沙兩國之間的油價戰爭若長期化下去，沙國財政恐有破產之虞，但美國，即使礦業因油價大跌而萎縮，仍有許多領導全球行業的大廠在營運，況且油價下跌有助美國這石油消費大國在其他行業的發展。目前美國 Fed 醞釀升息，美元市場流動性的緊縮將使油價欲漲不易、而美元仍將維持強勢。石油減產或許能改變這種局面，但眼前似乎不大容易。

(經濟日報 2015 年 9 月 9 日)



## 英鎊有三後盾 別過度悲觀

---

6月24日英國公投支持脫離歐盟，震撼全球金融市場，當日全球股市重挫，市值蒸發2兆美元，而英鎊則重貶8%。市場預期英國經貿投資衰退、英鎊續貶和倫敦國際金融中心失色等，上述負面現象的探討牽連甚廣，惟英鎊今後展望為整個脫歐議題後續觀察重點。

1760至1830年間的英國技術創新和產業革命造就了大英國協，倫敦成為全球通商中心，集合來自全球之商人、物品和資金，全球由倫敦以外港口出航的船隻數目合計還比不上由倫敦單一港口出航的數目，而其與世界各地英國殖民地和英鎊經濟圈國家（例如澳洲、紐西蘭、印度、南非等）的緊密關係，則為其拓展經濟疆域的最大優勢。

當時極其強勢的英鎊反映著英國強大的經濟，英鎊也扮演了國際「軸心」貨幣的角色，在國際上具有交易媒介、