

東方不敗 經濟學

如何看待國際金融變動

本書對後金融海嘯時代，全球及台灣經濟情勢發展，做了精闢分析，並提出因應對策，其觀點客觀、中肯，極具參考分析，特予推薦。



臺灣商務印書館

李勝彥 著

東方不敗 經濟學

如何看待國際金融變動

臺灣商務印書館

東方不敗經濟學：如何看待國際金融變動 / 李勝彥 著. --初
版. --臺北市：臺灣商務, 2014. 01
面；公分. --（經理人系列：13）

ISBN 978-957-05-2900-5（平裝）

1. 國際金融 2. 國際經濟 3. 文集

561.807

102023817

推薦序

本書作者李勝彥博士是台灣經濟學界難得的人才，早年他取得日本政府獎學金，公費留學日本國立神戶大學，受教於名師齋藤光雄教授，打下了深厚的經濟計量模型根基，回國後任職於行政院經濟建設委員會，建構台灣總體經濟和產業關聯計量模型，實際應用於國家經建計劃，後來赴美深造，取得匹茲堡大學經濟學博士學位，在總體與貨幣經濟學理論，造詣高超。他自美回國後，服務於中央銀行，先後出任經濟研究處處長及業務局局長，後來轉任台灣銀行總經理及輸出入銀行理事主席等職，經過這些職務的歷練，他對貨幣政策與銀行實務了解深刻，他又精通英文與日文兩種語言，在取得一手經濟資料與資訊方面，有比較利益，能精準分析國際經濟與金融情勢、評估貨幣政策效果。作者堪稱經濟學界的東方不敗，他的著作笑傲江湖，我每次都先讀為快，拜讀之後，確實獲益良多。

本書收集作者 2008 年金融海嘯之後陸續在報章發表的文章。這段時期，全球經濟與金融動盪，復甦緩慢；歐債發生危機，被逼採行撙節支出方案，槓上凱因斯理論；各國相繼推出非典型的量化寬鬆 (Quantitative Easing, QE) 貨幣政策；人民幣趁勢崛起，加速國際化；日本安倍首相射出三支箭，包括大幅貶值日圓，意圖為失落

20 年的日本重新找回光輝與信心。這些經濟與金融情勢發展，令人憂心，政策因應方向令人疑惑，亟待東方不敗出來解析。本書各章針對這些問題適時地提出見解，讓我們清楚了解國際金融變動的實質。

本書指出經濟復甦動能減弱的困境在那裡；量化寬鬆之後，美元會不會日落黃昏；歐債難解的原因何在，其與幣值的關聯性何在；日本經濟風光再起的代價，安倍貨幣經濟學的極限，量化寬鬆可能造成的貨幣懸崖；人民幣國際化的超越人民幣國際化之戰略思維。

有關台灣經濟，大家注目的匯率走向，作者告訴我們，市場基本面因素才是決定匯率的力量，但他也提醒，輸入性通膨和國內油電瓦斯價格上漲等供給面因素的影響，要格外注意。在經濟結構面，他認為，台灣本身應在國內產業政策和產業組織，積極尋找妥適的策略，此外，在全球經貿成長減緩和對中國大陸依存度已偏高之下，應加強對日本之經貿關係，洽簽「類 FTA」具實際效果之合作協議。

本書對後金融海嘯時代，全球及台灣經濟情勢發展，做了精闢分析，並提出因應對策，他的觀點客觀、中肯，極具參考分析，特予推薦。



中央研究院 院士

2013.10.8

自序

國際經濟金融情勢錯綜複雜，但其動向也非全無脈絡可循。事實上，平時常見的國內外民間和政府單位所做的經濟分析、預測和建議，都是在對相關情勢的變化表達看法。自 2008 年的美國次貸風暴以來，國際上陸續出現重大的總體經濟金融問題，舉凡歐美日貨幣大寬鬆、歐債危機、美元國際地位動搖、人民幣崛起、安倍經濟學、日本貿易順差逆轉等。

本書收錄筆者自 2009 年以來針對上述國際性問題，以及台灣相關問題所發表的文章，其雖屬對當時情況發展的看法，但其論述邏輯若多少還可以延續下來，做為探討今後相關問題的參考，當屬一種自我鼓勵和鞭策。今不揣才疏，將這些淺見整理成冊，敬請讀者賢達不吝指教。本書撰稿之際，承蒙任職單位之同仁，在資料之蒐集、整理和繕打等方面給予相當專業的協助，以及台灣商務印書館同仁之精心編輯，謹此致謝。

本書分時評和專論兩大部分，而專論中有的是對相關時評之議題做較詳細的闡述。另，時評部分分全球與美國、日本、中國大陸和台灣等四大國家和區域的經濟金融問題分別整理。以下擇其要點概述：

一、全球與美國

1. 雖美國和日本之政府債務比例偏高，但由於其國勢較歐元區國家普遍穩健，因此在歐債危機或其他國際政經紛擾中，美日貨幣反成為避險貨幣，其匯價呈堅穩現象。
2. 歐債問題難解的主要原因有二：（1）歐元區國家之財政各自為政，在歐債紓困上，意見不一，協調費時；（2）統一的歐元體制，如同歐元區的金本位制，限制區內各國貨幣政策的自主性。
3. 2010 年全球景氣復甦，但不能期待新興國家來帶領，其成長難於填補歐美日成長減緩的缺口，況且當歐美日景氣復甦或其寬鬆措施退場，導致資金反向回流時，將影響新興國家之金融穩定。
4. 現行美日德公債殖利率偏低，相較其適當的殖利率，已有公債泡沫的現象。持續貨幣寬鬆將助長泡沫的膨脹，而寬鬆退場則有刺破泡沫之風險，宜審慎為之。
5. 美日中貨幣當局在執行其貨幣寬鬆措施時，各自皆有其堅強和明確的信念，但同時也面對一些相當大之考驗，如美國 QE 退場、日本 2% 通膨目標和中國大陸銀行錢荒等問題，其後續發展，值得密切觀察。
6. 美國因經濟強大、體質良好和制度健全等基本因素，加上貨幣政策的及時性和妥適性，應可被期待會顯露出脫離金融

海嘯困境的第一道曙光，扮演全球經濟的救世主，而美國經濟回穩的產業在於其金融業、房地產業、汽車和科技業等關鍵產業的表現。

7. 近年來，美國製造業的復甦和國內頁岩油氣革命的催化，鋪設了美國再起的基礎，將改善美國經濟三大困境：貿易赤字、財政赤字和就業低迷。今後十年，美元仍是國際主要儲備貨幣，而歐元、日幣和人民幣等只是國際儲備貨幣多元下的一種貨幣，並無法取代美元的龍頭儲備地位。
8. 近年來，黃金價格的上漲有壓低美元國際地位的氣勢，而新興國家也以增持黃金準備來提高其在 IMF 的影響力，但這恐難以如願，因為（1）目前全球黃金存量大部分皆為美德法義等成熟國家所持有；和（2）黃金價值的計價單位，在現階段美元獨霸的情況下，還是脫離不了使用美元，才能具有較穩定的功能。

二、日本

1. 日幣自 1973 年國際貨幣制度改採浮動匯率制度以來，迄至 2012 年 9 月「安倍再起、日幣貶值」，呈現長期升值的趨勢。日本政府和日本銀行在干預日幣升值上，不管是與歐美國家一起的聯合干預或日本單獨干預，雖具有短暫效果，但沒有阻升日幣的中長期效果。

2. 自 2008 年金融海嘯以來，日幣持續升值的主要因素為日本強大的國際經貿競爭力，美國貨幣寬鬆程度大於日本，美日利差縮小，以及日幣在國際有事時的避險需求。
3. 日幣長期升值使得日本一方面喪失其「製造業王國」的地位，另一方面則擴大海外投資和併購，促進日本企業全球化，導致其「貿易立國」的形象被「投資立國」所取代，甚有者，自 2011 年以來迄今，日本貿易收支產生逆差，出現黑天鵝的現象。
4. 日本安倍首相為尋求從「失落二十年」中脫困之歷史定位，採取大膽貨幣寬鬆政策，阻止日幣長期升值之趨勢（並非在外匯市場干預而得），而今年以來，日本經濟已逐步呈現日幣貶值的正面效果。當前日幣匯價雖是政策促貶所致，但日本工業基礎堅強，隨著日本景氣復甦，市場因素將牽引日幣回升。再者，安倍經濟學也將面臨 2% 通膨目標難於達到和日本公債市場波動之風險。

三、中國大陸

1. 為因應 2008 年的金融海嘯，中國大陸推出 4 兆元人民幣的振興經濟措施，再度以投資壯大經濟。以及在金融風暴期間，採取穩定人民幣匯率的穩健政策，不做貨幣競貶等，強化中國大陸「東方不敗」的基礎。

2. 人民幣國際化是中國大陸匯改的主要目標之一，但資本管制和自由兌換的推動，則較審慎。今後，人民幣匯率制度將更具彈性，但不會在外部壓力下推進。同時也會記取 1985 年紐約廣場協議後日幣被逼升值的教訓，而避免人民幣短期大幅升值或長期升值。
3. 人民幣戰略隱含如下超越貨幣國際化的思維：（1）建立人民幣中華經濟圈；（2）建立新興國家發言者的地位；（3）以全球三個最多（人口、出口和外匯存底）為後盾，增加對全球，包括政治性採購和援助的影響。當前中國大陸在全球的投資已遍地開花，涵蓋各行業，惟來勢洶洶，樹大招風，在某些方面也引起國際上警戒。
4. 歐元區為中國大陸的最大出口市場，其所占比率約 20%。近一、二年來，中國大陸經濟成長減緩，雖有由「出口導向」轉為「內需導向」的經濟結構改變之因素，但與歐元區經濟成長衰退亦甚有關係。

四、台灣

1. 台灣經濟在 2010 年反彈復甦，市場樂觀預期將會有一個 V 字型的復甦，但由於全球金融危機未除，市場信心不足，國內恐趨向 W 字型的景氣復甦，而其後行政院主計處也連續九次下修其經濟成長預測。

2. 金融海嘯以來，新台幣兌美元匯率呈現相對穩定的現象，對此狀況，工商界先前有新台幣低估之論斷，近來則有新台幣高估之議，皆要中央銀行做出調整。惟匯率的決定，與他國貨幣的比價只是策略上一時的參考價值，市場基本面的因素才是引導匯率走向均衡的力量。
3. 中央銀行被質疑超發貨幣，抑制了新台幣升值的空間，變成廉價的貨幣。雖長年以來，台灣貨幣總計數 M2/GDP 之比重偏高，但每年 M2 年增率都在央行專業設定的目標區內，難謂超發貨幣，而近二十年來，亦鮮聞 M2 是台灣物價上漲之重要因素。倒是，對輸入性通膨和國內油電瓦斯價格上漲等供給面因素的影響，要格外注意。
4. 在全球經貿成長減緩和對中國大陸依存度已偏高之情形下，台灣宜加強那已失落多年的對日本之經貿關係，雙方簽署「類 FTA」具實際效果之合作協議。同時，台灣本身也應在國內產業政策和產業組織方面，積極尋找妥適的策略。當前安倍執政和日幣貶值給予加強雙方經貿關係的機會，但統計資料顯示，這方面有更加積極去推動的空間。

目次

推薦序／ i

自序／ iii

壹・時評／ 1

一、全球／ 3

1. 解開國債與幣值的謎樣關係／ 3
2. 三大困境 減弱經濟復甦動能／ 5
3. 歐美經濟日本化 全球不妙／ 8
4. 2012 年亞洲主要國家雙率走向／ 11
5. 從經濟恐慌史，找出政策方向／ 13
6. 美日中貨幣政策的信念與考驗／ 16

二、美國／ 19

1. 金融海嘯的救世主／ 19
2. 美元國際地位已是日落黃昏？／ 22
3. 新國際關鍵貨幣之展望（上）／ 27
4. 新國際關鍵貨幣之展望（下）／ 30

5. 棄美元、抱黃金的貨幣之戰／ 32

6. 三大推力 美走出衰退泥淖／ 35

7. 頁岩革命與美國再起／ 38

三、日本／ 41

1. 阻升日圓的政治經濟學／ 41

2. 日圓政策 掀貨幣戰爭／ 43

3. 日圓匯率 國際角力的一步棋／ 46

4. 升值帶動產業升級——日本經驗／ 49

5. 犀利日圓 90 圓再回不去了／ 52

6. 中日貨幣 阻升不易／ 55

7. 日圓升值 加速日本企業全球化／ 57

8. 日本經濟的黑天鵝徵兆／ 60

9. 日量化寬鬆造成貨幣懸崖／ 63

10. 2012 年日圓匯率變動的四大主導因素／ 65

11. 安倍「貨幣經濟學」的極限／ 68

12. 日本經濟風光再起的代價／ 70

13. 找回那失落多年的台日經貿關係／ 73

四、中國大陸／ 76

1. 困境崛起 東方不敗／ 76

2. 人民幣國際化 路還長／ 79
3. 人民幣國際化的戰略思維／ 81
4. 人民幣升值的必然性／ 84
5. 中國海外投資 全球警戒／ 87

五、台灣／ 90

1. 半 V 型趨向半 W 型的景氣復甦／ 90
2. 台幣升貶 不能一味比價／ 93
3. 資金失衡 管制為必要之惡／ 95
4. 央行超發貨幣 言重了／ 98
5. 輸入性通膨風險仍在／ 100
6. 歐債陷困境對兩岸的挑戰／ 102
7. 從日本結盟戰略 看台灣機會／ 104
8. 台日合作 心存超越才能雙贏／ 107
9. 安倍執政與深化台日經貿課題／ 110

貳・專論／ 113

- 一、中國大陸經濟硬著陸的風險／ 115
- 二、人民幣國際化之發展與影響／ 125
- 三、歐美經濟日本化與國際金融變動／ 133
- 四、強勢日圓與日本經濟的轉變／ 137

- 五、經濟恐慌與政策因應／ 143
- 六、台灣經濟「日本化」與韓國崛起的啟示／ 149
- 七、最近日本經濟劇變與再起潛力／ 155
- 八、頁岩革命與美元再起／ 161
- 九、美中日貨幣政策的信念與考驗／ 168
- 十、當前中國大陸經濟的困境與對策／ 178

壹
·
時評

