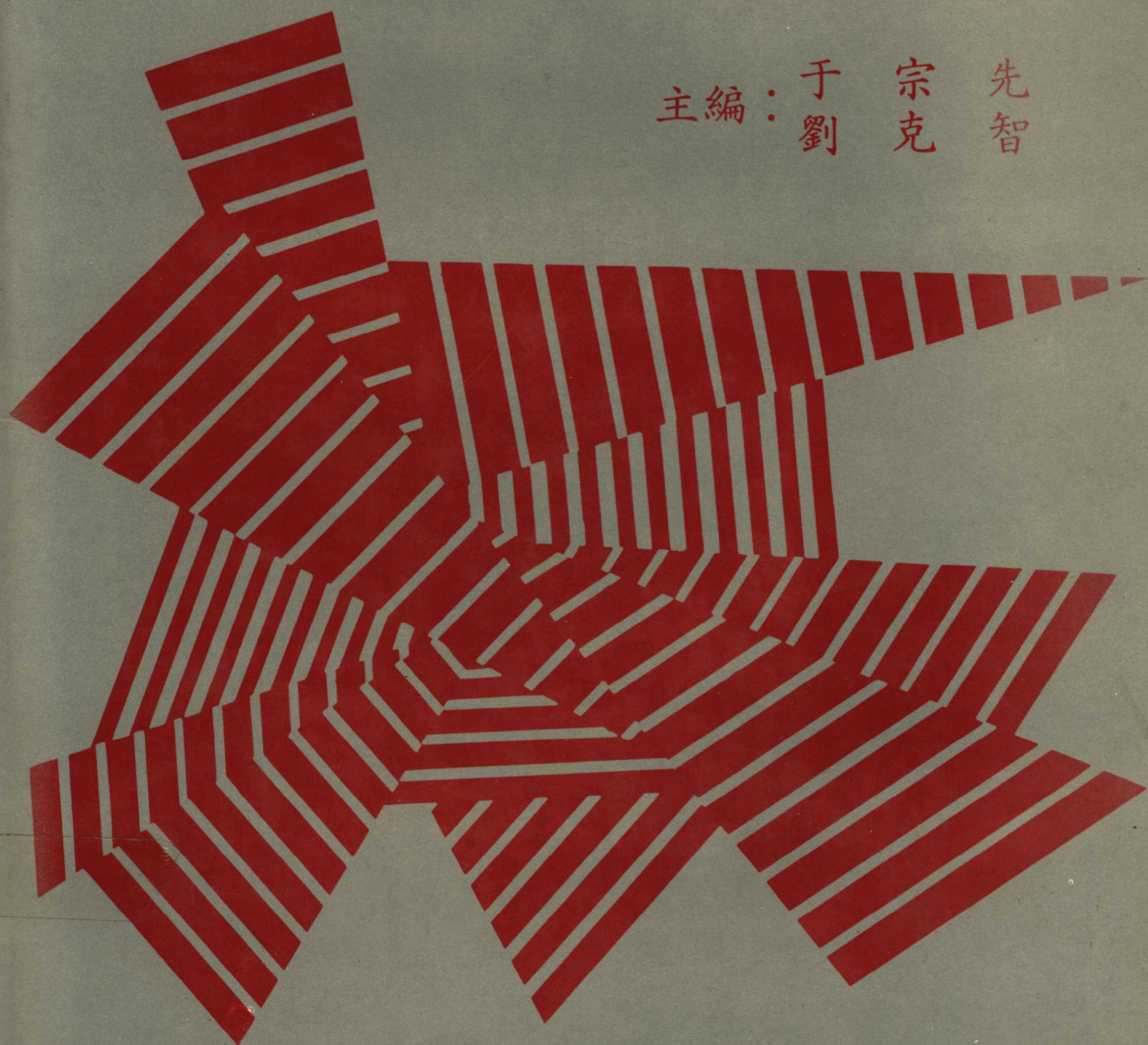


台灣的金融發展

主編：于 宗 先
劉 克 智



台灣的金融發展

主編：于 宗 先
劉 克 智

台灣的金融發展

保有版權，翻印必究

主編：于宗先
劉克智

出版者：中央研究院經濟研究所

印刷者：今今企業有限公司

總經銷：聯經出版事業公司

中華民國七十四年六月出版

定價：新台幣六百元

台北市忠孝東路四段555號

郵政劃撥帳戶第100559號

電話：768-3708

編者序

在一國經濟發展過程中，金融是相當重要的一環。一國金融制度健全與否關係着這個國家經濟活動之順適與不調。在過去三十多年，台灣經濟一直維持高度的成長。高的經濟成長固有賴高度的資本形成，而高度的資本形成則需要健全的金融制度將有限的資金作最有效的調配，使生產因素得以發揮其最大的生產力。大體說來，台灣的金融制度在這方面確曾提供了相當大的貢獻。

不過，自一九七〇年代以來，世界經濟經過兩次石油危機和兩次不景氣及嚴重通貨膨脹，各國經濟結構產生了很大的變化。在此期間，台灣經濟成長的幅度雖然仍大，但金融制度却出現了很多配合上的問題，而這些問題，在經濟落後階段時，尚不顯著，亦不嚴重，但當此經濟步入發展階段時，這些問題便一一暴露出來，成為持續成長的絆腳石。諸如金融制度兩元的存在，即我們既有地上的合法金融，又有地下的不合法金融。地上金融組織，由於受法規限制，迄未企業化，致無法滿足工商界及一般家庭的需要。地下金融雖然落後而無制度，却是中小企業及一般家庭融資的主要對象。民間的標會本是一種互助組織，近年來，却成為會首歛財為己的工具，信託公司的違規貸款，動搖了社會大眾的信用，發生了擠兌風潮，而信用合

HW 9/01

作社本是消費者共同解決融資問題的組織，近年來竟被其負責人當作私人錢庫經營。更奇怪的現象，乃一方面銀行爛頭寸過度不得消化，另一方面中小企業借不到所需要的資金。這些現象均顯示台灣的金融發展有了瓶頸。這些問題必須得到合理的解決，台灣的經濟才能在預定的軌跡上繼續成長。

爲了探討台灣金融問題發生的根源及解決的途徑，俾供政府作施政之參考，從民國七十二年下半年開始，我們就着手策劃台灣金融問題之研究，經過一年多的時間，我們於七十三年十二月二十三日至二十五日舉辦了台灣金融發展會議，討論了這些研究成果。這本論文集集中的論文就是在這個會議上所宣讀的論文。爲使這些論文更加充實，在會議結束後，這些論文均曾經過必要的修正，免除了一些顯而易見錯誤。

這本論文集包括了四部份，第一部份爲台灣金融發展之趨向及策略，計有三篇論文，即李庸三和陳上程的「台灣金融發展之回顧與前瞻」，邱正雄的「台灣地區之貨幣、儲蓄、投資與經濟成長」，許嘉棟和郭平欣的「我國的銀行資金配置效率分析」。第二部份爲台灣金融市場之檢討，計有四篇論文，即陳木在的「台灣貨幣市場之檢討」，林煜宗的「台灣證券市場之檢討」，陸雲的「台灣農家財務狀況及最適貸款數額之分析」及劉壽祥的「雙元金融體系下之金融中介過程」。第三部份爲台灣國際金融發展，計有論文四篇，即滑明曙與林柏生的「當前台灣匯率制度的選擇——最適貨幣區域理論方法之應用」，曹添旺、賴景昌及何台章的「外匯市場干預與最適通貨籃之研究」，余德培和李長風的「外商銀行在台成長決定因素之研究」及王春源的「國際經濟波動與金融政策對實質產出之影響：理性預期理論在台灣經濟之驗證」。第四部份爲台灣金融發展政策，計有論文四篇，即梁發進的「台灣之貨幣供給與物價」，高明瑞與朱雲鵬的「台灣貨幣供給可控性之研究」，周慶生的「利率政策檢討與利率自由化可行途徑」，以及梁明義與林凱弘的「利率政策效果之總體計量分析」。

最後，我們除對這些論文的作者所提供的貢獻表示感激外，也對這些論文曾提

出建議與評論的評述人及出席者，表示謝意。我們認為這些論文對現階段的台灣金融問題作了相當深入的剖析，同時我們也相信他們對解決這些金融問題所提出的建議及意見，對今後金融政策的形成會產生些積極的作用。

于 宗 先 謹識
劉 克 智

民國七十四年三月
中央研究院經濟研究所

論文作者簡介

(按論文次序)

李肅三：中央研究院經濟研究所研究員

陳上程：中央銀行金融業務檢查處稽核

邱正雄：中央銀行業務局局長

許嘉棟：中央研究院經濟研究所研究員

郭平欣：中央研究院經濟研究所助理研究員

陳木在：財政部金融司副司長

林煜宗：台灣大學商學系教授

陸雲：中央研究院經濟研究所副研究員

劉壽祥：中華經濟研究院助理研究員

滑明曙：淡江大學商學院銀行系系主任兼代理院長

林柏生：政治大學國貿研究所副教授兼代所長

曹添旺：中央研究院三民主義研究所研究員

賴景昌：中央研究院三民主義研究所副研究員

何台章：中國國際商業銀行經濟研究處助理研究員

余德培：東吳大學經濟系教授

李長風：西雅圖銀行行員

王春源：政治大學經濟系副教授

梁發進：中興大學財稅系教授

高明瑞：中央研究院三民主義研究所副研究員

朱雲鵬：中央研究院三民主義研究所副研究員

周慶生：行政院經濟建設委員會經濟研究處副處長

林凱弘：美國資訊資源公司資深經濟學家

梁明義：中央研究院經濟研究所研究員

目 次

編者序.....	于宗先 劉克智	iii
作者簡介.....		vii
<u>導 論</u>		
現代貨幣理論中的「存量分析」與「流量分析」之比較.....	蔣碩傑	3
 第一編 台灣金融發展之趨向及策略		
台灣金融發展之回顧與前瞻.....	李肅三 陳上程	21
台灣地區之貨幣、儲蓄、投資與經濟成長.....	邱正雄	89
我國的銀行資金配置效率分析.....	許嘉棟 郭平欣	109

第二編 台灣金融市場之檢討

台灣貨幣市場之檢討·····	陳木在·····	153
台灣證券市場之檢討·····	林煜宗·····	203
台灣農家財務狀況及最適貸款數額之分析·····	陸 雲·····	263
雙元金融體系下之金融中介過程·····	劉壽祥·····	293

第三編 台灣國際金融發展

當前台灣匯率制度的選擇——最適通貨區域理論方法之應用·····	滑明曙 林柏生·····	315
外匯市場干預與最適通貨籃之研究·····	曹添旺、 賴景昌、 何台章·····	335
外商銀行在台成長決定因素之研究·····	余德培 李長風·····	359
國際經濟波動與金融政策對實質產出之影響：理性預 期理論在台灣經濟之驗證·····	王春源·····	379

第四編 台灣金融發展政策

台灣之貨幣供給與物價·····	梁發進·····	411
台灣貨幣供給可控性之研究·····	高明瑞 朱雲鵬·····	453
利率政策檢討與利率自由化可行途徑·····	周慶生·····	465
利率政策效果之總體計量分析·····	林凱弘 梁明義·····	503

導 論

蔣碩傑：現代貨幣理論中的「存量分析」與「流量分析」之比較

現代貨幣理論中的「存量分析」 與「流量分析」之比較

蔣 碩 傑*

(一) 從「流量分析」到「存量分析」的轉變

在傳統古典經濟學之中，貨幣常被認為是流通不已的交易媒介（medium of exchange），有如人體中的血液一般。血液在人體中週轉不已，將氧氣及其他營養物運送到人體各部器官去，又從各器官將其排洩之廢氣廢物載送到專司排洩的器官，以滲透排出體外；再由呼吸器官及消化器官載運新鮮的氧氣及營養送往各器官。如此週而復始的流轉着，一刻也不停滯。雖然每一器官都不斷的需要血液來滋養，但是沒有一個器官是需要將一包血液靜止的「持有」在自己內部的。它們對血液的需要是在每一分鐘內要有一定分量的血液流入各該器官之內，留下氧氣及其他養分，然後將廢物帶著流出去。

在傳統經濟學家的心目中，貨幣也就類似血液，是載送一般性購買力的運輸工具。一般人在社會上服務而得的實質報酬，在剛收到的時候，大都是以貨幣載送着到手的。等到需要將這一般性的購買力轉換為具體的商品或勞務時，便必須將貨幣

* 中央研究院院士

作為購買支付的工具，交付給別人了。假使某人有過剩的購買力一時不預備自己支用時，他就可以將這些過剩的購買力（即貨幣）轉借給他人，或存入金融機構，以獲取利息。所以大致說來，一般大眾對貨幣之需求，也一如人體器官對血液之需要一樣，是在每一段時期中，要有一定數額的貨幣，從他手中流過，可是並不需要將一定數額的貨幣由他來長期「持有」着。

所以傳統的貨幣理論並不着重貨幣的「持有」，而着重貨幣的「流通」，也即在一個時間單位（一年或一月）內，平均每一單位的貨幣能作幾次交易。物價水準的決定就是以貨幣數量乘以其流通速率所決定之總支出，來與商品勞務之總供給作比較而決定的。

至於利率的決定，也是以「流量」（Flows）來決定。就是說，在傳統經濟學內，利率是由「可貸資金」（Loanable Funds）的「流量」，與投資者及超額消費者對「可貸資金」需求之「流量」，來共同決定。並不與貨幣或其他資產之「存量」（Stocks）有直接之關係。

可是目前時尚的貨幣學說却將這種傳統的看法拋棄了，而代之以所謂「存量分析」；據這種分析，物價水準不是由貨幣支出的「流量」及商品供給之「流量」所共同決定，而是由貨幣供給之「存量」及社會大眾對「持有」貨幣之需求「存量」所共同決定。甚至利率也被認為是由貨幣及其他資產之各別「存量」及社會大眾「持有」這些資產之需求「存量」所決定。這個重大轉變是如何發生的呢？

（二）馬夏爾、凱恩斯及希克斯對「存量分析」的提倡

由「流量分析」至「存量分析」的轉變，通常都認為是凱恩斯的流通性偏好利率學說之被廣泛接受所造成之結果。這話大致是不錯的。但是凱恩斯並不是創始人，他不過是遵循劍橋學派既有的傳統而更推廣其施用範圍而已。

首先開始用「存量分析」的人毋寧是馬夏爾（Alfred Marshall）。他曾經反對費雪（Irving Fisher）的「流量式」的貨幣數量說的公式， $MV = PT$ ，即一邊

列出貨幣支出的流量，一邊列出商品交易的流量的等式。馬夏爾認為這太機械式了，顯不出當事人的自由選擇的意願。所以他主張將這「流量式」的貨幣數量公式改寫為「存量式」的，即 $M = kPY$ ，一邊列出貨幣之總存量，一邊列出社會大眾情願將其收入（或資產）之一部以貨幣方式「持有」的需求存量的等式，而令這一對需求與供給的「存量」，共同決定物價水準 P 。馬夏爾的公式如此著重大眾對貨幣「持有」的需求，就是現代存量分析的濫觴。

但是關於利率的決定，馬氏仍然採用流量分析，即他仍如過去傳統經濟學家一樣，認為利率是資金市場上的儲蓄及銀行信用擴張等供給方面的流量，與投資及消費性借款等需求方面的流量所決定。至於目前的在利率理論方面也要用「存量分析」的這種風氣，則的確是凱恩斯在他的「一般理論」那本巨著中所創始的。

凱恩斯提出這劃期的新理論——即流動性偏好利率論——是有其時代背景的。那時全世界經濟衰退，失業普遍，各工廠之機器設備有一大部份閒置着。凱恩斯深覺當時政府應極力刺激支出，不論是投資支出或是消費支出；而絕不應該再提倡節約儲蓄了。所以他極力的申辯「儲蓄」不是社會美德，而只是加深經濟蕭條的有害行為。它不能充裕國家可投資的資金，因為儲蓄即隱含着消費減少之意，而消費支出的減少將使消費品生產者的收入減少，結果他們的儲蓄必隨此減少。因此社會的總儲蓄並不會因一部份的人願意多節約而增加。他於是攻擊傳統的流量式的利率理論把儲蓄當作可投資金的主要來源的看法。他根據他自己的「乘數定理」（Multiplier Principle）認為儲蓄會自動與投資相等，所以他斷定將儲蓄及投資分置於供給與需求的兩側，決不能幫助決定利率。

這個理論就時間的順序來分析，大有問題。我們在下面會有指出，現在暫時不去討論它。這裡我先要指出的是凱恩斯是爲了否定儲蓄會對利率產生降低的作用，而特別提出一個嶄新的利率理論——即其「流動性偏好」理論。根據他這個理論，利率與儲蓄或投資這些「流量」無關，而是一般人民要「持有」貨幣這樣流動性最高的資產之需求，與這種資產的可供持有的「存量」所決定。利率在他看來，乃是

持有貨幣的代價，即因為要持有貨幣這資產而不得不犧牲的其他資產所能產生的收益率。所以這個代價是我們要持有貨幣存量的需求、與貨幣的存量供給、兩者所決定的。

早在凱恩斯的一般理論出版之前一年，即（一九三五年），希克斯已經在一篇極受人重視的論文，即「簡化貨幣理論的建議」之中，提出一些理由說明為什麼貨幣理論應當用存量分析方法來研究。但這並不證明存量分析是希克斯所首先想到的研究方法。凱恩斯在他較早的一部名著貨幣論（A Treatise on Money）中已經提出了存量分析的方法。並且在一般理論發表之前數年，已經不斷的和他的高足們，如康恩（Kahn）、羅賓孫夫婦、哈羅德（Harrod）等研究其新學說，希克斯可能也曾有機會參與。但是希克斯的那篇文章確實給這種存量分析一個最早而最完整的理論根據。此文發表後，凱恩斯自己還寫信給他慶賀，並表示大致贊同。所以至今信奉存量分析的經濟學家都奉之為圭臬。例如拓丙（Tobin）曾說過：「現代貨幣理論的新發展不過是將希克斯那篇文章中所遺漏的 i 字上的一點，t 字上的一橫，加以補充而已」。其崇奉如此。

希克斯在那篇文中說：「持有貨幣或其他資產之決斷，總是在一個時點上（a point of time）所作的決斷」。在這樣沒有時間延續的時點上，所有的「流量」自然都是零，因此任何流動的資產都可以視作靜止的「存量」。所以他說：「貨幣學說應該建立在資產負債的平衡賬上，而不應建立在收入支出賬上。我們應該集中研究使資產及負債像目前這樣的因素」。他的指示被他的信徒拓丙衍申為：「這個方法是要集中研究各經濟單位、各經濟部門、乃至整個經濟體系的資產負債賬目。而一個典型的模式應該列舉資本賬中所包含的各種資產及負債，並說明各項對資產之需求及其供給；以及各項資產之價格及利率，如何在互相聯繫的市場中使供需取得平衡」。（拓丙，一九六九年文第十五頁）這就是現代最流行的資產分配均衡的分析方法（portfolio allocation approach）的定義。

(三) 凱恩斯在理論上的退讓

凱恩斯的新學說發表後，引起全世界經濟學界極大的衝動。反對者及贊成者都很多，尤其是對他根據新穎的貨幣存量分析而發展的利率理論。其中最受凱氏自己重視並且以最顯著的地位刊載於他所主編的英國皇家經濟學會的經濟雜誌（*Economic Journal*）上的批評，是瑞典學者歐林（Bertil Ohlin）的“Some Notes on the Stockholm Theory of Saving and Investment,”（*Economic Journal*, March & June, 1937）那篇文章。（歐林日後於一九七七年獲諾貝爾經濟學獎金）。

歐林說：「瑞典經濟學家的傳統學說認為利率是由『事前儲蓄』（ex ante savings）及其他信用資金的供給（流量）與那主要由『事前投資』（ex ante investment）所構成的需求（亦是流量）所互相決定。何以在凱氏的新理論中，這兩股力量都未見考慮？他這裡所謂『事前投資』是指已決定而尚未執行的投資計劃。與之相對稱的所謂『事前儲蓄』，是指已在計劃之中而未執行的未來收入中的儲蓄。」

凱恩斯是一位有實際營業經驗的經濟專家。他知道一個企業在決定一項投資計劃而尚未執行之前，必須先籌措一筆資金以準備應付計劃中的支出。這筆資金的籌措，必須在投資支出之前完成。所以他在一般理論這本書中所說的「一切投資都會因乘數原理產生與其同量的儲蓄」那種論辯，實在不能適用。因為在企業家為其尚未執行之投資計劃籌措資金時，其所謂乘數作用不可能就已經發生了。遠水豈能救得近火？這顯然是一個時間順序上的錯誤。凱恩斯知道這裡他必須作一步退讓，他於是承認投資計劃在尚未執行時就會引起一種特殊的對貨幣（或流通性 liquidity）之需求。這項特殊的貨幣需求，他特別名之曰「融資性的貨幣需求」（finance demand for liquidity）。他並且自己承認不該在他書裡，將這項貨幣需求給遺忘了。

凱恩斯變以為只要承認這是一項特殊的對貨幣的需求，就和他原先所創立的貨