

第25章

金融體系

典當與錢莊

金融工具與機構

中央銀行的角色

貨幣的滋生與控制

外匯

市場裡的形形色色活動不可勝數。賣菜、買文具都是明顯的日常市場活動的例子；除此外，周轉資金、創造發明則是比較少數人的市場活動。在廣義的市場解釋下，我們在上兩篇介紹、分析了各種層面的經濟組織。從這些介紹中，讀者大致可以明瞭一個社會裡所牽涉到的各種不同活動、組織、以及其相關的經濟因素。但是，讀者也不免會懷疑為什麼我們不專注於討論「純粹的經濟活動」，並介紹相關的常見經濟辭彙。一般所指的**純粹經濟活動**大體上侷限於以**金錢衡量的**農、工、商業活動，而摒除家庭、宗教、政治、法律。我們這樣安排的原因有二：第一，如先前所闡釋的，經濟活動的範圍遠包括金錢以外種種會影響到快樂與痛苦的活動；第二，只有對社會制度的大環境有些認識後，才能了解所謂純粹經濟活動的意義。簡而言之，以金錢衡量的經濟活動，**並不能**完全反映出人在各方面的關懷與追求。它們不過是達成最終目的的手段；誤以手段為目的當然是會造成危險的。

在貨幣經濟體系裡，柴、米、油、鹽、醬、醋、茶，樣樣都要錢。不但消費這些東西的消費者需要用錢才能購買它們，廠商一樣要用錢去購買原料、付出工資才能將它們生產出來。那麼，如果沒有錢怎麼辦呢？除了偷、搶以外，就只有向有錢的人去借了。交易買賣與借錢或還錢中都涉及到一個人手上的錢轉移到另一個人手上。換言之，就像血液在身體內運行，或潤滑油在機械零件中減少摩擦，錢在經濟體系內流轉並減少交易的成本。如第17章所說，錢的一種意義是貨幣，並且古代裡通行金屬貨幣。因此，中國的辭彙裡稱貨幣的流通為**金融**。這一章裡我們介紹各種幫助貨幣流通的金融工具與機構。首先，我們藉由典當與錢莊兩個古老的行業來介紹信用交易。此節的目的在說明信用的需求與供給，以及利率是如何決定的。接著，我們介紹現代社會裡常見的銀行存、放款，保險公司的保單，企業的股票，以及政

府公債等金融工具。然後，我們說明中央銀行的業務以及貨幣如何在金融體系中創造出來。最後，我們介紹外國的貨幣，即外匯。

典當與錢莊

如本書前面所述，小魯與小黑不但可以進行以物易物的直接交易，也可利用貨幣為交易媒介來進行間接交易。甚者，在事前看來，出於自願交易的結果必然使得小黑與小魯的效用都提升。不過，以上的兩種交易都必須有一共同的前提：雙方都願意將自己對某物或貨幣的財產權讓渡給對方。本節裡，讓我們介紹另一種交易。

大明在快到月底時就已經將這個月的伙食費花光。不過，大明還是要過日子的，他要怎樣才能周轉、度過難關呢？讓我們假設：在考上大學時，大明的父母曾經送他一隻名貴的手錶。這是大明擁有的唯一值錢的東西。大明並不想把它賣掉；他只需要幾天的餐飲費就可度過尷尬的月底。向同學借錢總是有些難為情；再向父母伸手又有些不打自招的怪味道。何況，他很有把握下一個月的零用金不但會有剩餘，還足足可以支付這幾天的飯錢。於是，他走進城隍廟後面巷子裡的一家當舖。典當這隻手錶後，大明的口袋裡多了一千元與一張當票。這張當票上記載著大明必須在一個月內以一千兩百元贖回手錶，否則視同放棄物權。

顯然的，這張當票是一紙契約書。大明與當舖完成的是一項契約交易。在這個契約交易裡，大明僅暫時的將手錶的財產權質押給當舖。質押的意義已經在第21章說明過；它提供對當舖老板的保障，並因而減少兩陌生人之間的契約交易成本。經由質押的手續，大明得以暫渡難關。下個月初，大明在父母發零用金後就可將手錶贖回；隨後，一切的作息將回復原狀。整個過程裡，大明並沒有將手錶賣掉，他只是將下個月的一千兩百元挪到這個月用。不過，這個挪用的方法使他在這幾天只能花一千元，而剩餘的兩百元則成了當舖老板的收入。從大明的角度而言，這兩百塊錢是借貸一千元的利息。一個月20%的利率是很高的；銀行消費性貸款的年利率也不過如此。

從當舖老板的立場而言，這兩百元並非他的利潤；我們也不能說他的利潤率是20%。當舖的利潤只有老板自己知道，因為是他在不同的時間與金錢的運用機會中做選擇的。老板可以不開當舖而去做老師或開雜貨店；他的錢也可以買股票或房地產。如第6章所論，機會成本與利得都是以效用衡量的。一千兩百元帶給老板的效用是他的主觀衡量；將它扣掉機會成本後的剩餘部份才是他的利得。這個利得可以換算成多少錢，也只有老板自己能夠評估。儘管會計上以貨幣為單位所衡量的利潤可以提供決策的參考，它並不具備效用的特殊經濟意義。

當舖老板又如何得到資金來通融客戶的不時之需呢？平日的積蓄固然是融通的資金來源；但是，這也只有家財萬貫的人才能辦得到。因此，**典當**的事業在古代裡並不是升斗小民就有能力經營的。中國歷史裡早在秦漢已出現質押的文獻記載；南北朝的時代裡佛教寺院也從事這種經營。等到民間的生產力增加到一般人都略有儲蓄之時，錢莊的行業也就應時興起。每一個人的零星儲蓄並不足以做為自己經營較大規模生產或買賣的資本；但是，將它們匯集一起就可以發揮極大的力量。原來經營典當業的人這時開始接受民間的存款，並把這些匯集的資金轉貸給工商人士。這種生意就是**錢莊**。唐、宋的中國不但已經有了大規模的製造業，也已經與外國有繁忙的貿易往來。錢莊的興盛提供了這些經濟活動所必須的**周轉資金**。

對於錢莊的經營者而言，他一面從平民百姓手中吸收存款，另一面則將資金貸放出去。百姓不會無緣無故的平白將儲蓄給他人使用；所以，錢莊老板必須付出一定的利息給存款者。同理，他也必將自放款中收取利息。錢莊所要求的放款利率必然高過它付出的存款利率；否則，它就做了蝕本生意。一如前面所說，此兩利率之差並不能代表錢莊的利潤。如果我們稱錢莊為居於存款者與最終貸款者間的仲介人，則錢莊不啻為一**金融仲介機構**。因此，影響到存、放款利率差的主要因素有二。第一，如第16章所論，在其他條件不變之下，當經營錢莊者愈多（少）時，放（存）款利率愈低（高）。儘管如此，存放款的利率差仍然必須大過錢莊的機會成本；否則，業者就無利可圖，又何來愈多的錢莊呢。因此，影響此利率差的第二個主要因素就是金融仲介業者的機會成本，簡稱為**金融仲介成本**。

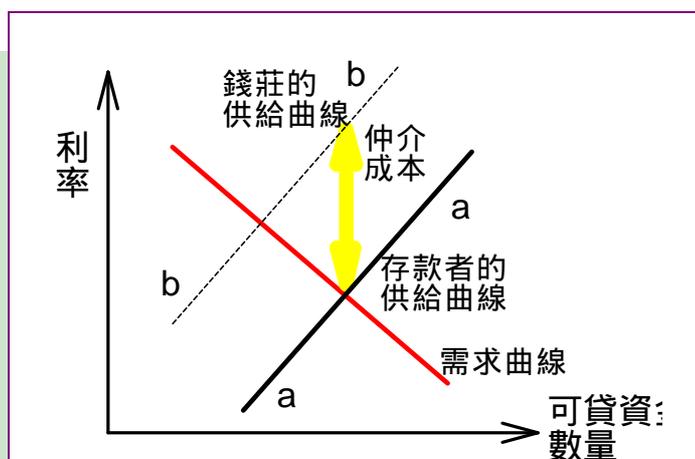
存戶自然想找一家能提供較高存款利率的錢莊；相反地，借款的工商人士則想找一家貸款利率較低的錢莊。當李記錢莊不肯提高存款利率時，只要王記錢號評估略加一碼仍有利可圖，則他就可如此吸走李記的客戶。隨著存款客戶的流失，李記可貸出的資金也就減少；於是，他的生意自然逐漸滑落。除非他能因應同行競爭的挑戰，否則必然終將因門可羅雀而關門大吉。自由競爭是一個發現的程序。經由競爭，仲介成本較高的業者終將被淘汰。這並不殘酷，因為從競爭之中業者可以發現他是否適合在這個行業中發揮專長。被淘汰的業者並非不能過生活；轉到其所擅長的技能後，他可能獲取更大的利得。在自由競爭的經濟環境下，金融仲介業必將不斷試探、推出新的金融工具以滿足客戶的需要，並同時改進他的審查、追蹤放款的技能。因此，經過市場檢驗而存留下來的必然是仲介成本較低的錢莊。是故，自由競爭可以降低存放款的利率差。

接著，讓我們討論利率是如何決定的。在第5章裡，我們曾經詳細的討論過跨期替代的行為。簡單說來，利率愈高則原來想儲蓄的個人會偏向儲蓄得更多。相反的，原來想借貸的人則會少借貸。當然，也可能發生原來想借貸的人反而儲蓄的情形。不論各個人的時間偏好率與資源秉賦有何不同，上面的行為顯示出對借貸資金



的需求與供給仍然符合需求與供給法則。換言之，可借貸的資金就如同其他財貨一般，而並沒有什麼特殊之處。於是，我們可以把各個人對可貸資金的需求加起來而得到市場裡的總需求，如下頁圖一。類似地，我們可經由加總於同圖中得到市場裡可貸資金的總供給。圖一中，我們以實線aa代表存款者的可貸資金供給。但是，我們還必須更謹慎些地注意到可貸資金是要靠金融仲介業者匯集的。由於仲介成本的緣故，錢莊的可貸資金供給線並不與存款人相同。錢莊必須賺得仲介成本才肯提供資金貸放給借款人。於是，放款利率必須至少等於存款利率與仲介成本的和，錢莊才會將資金提供出來。令虛線bb代表經錢莊匯集後的可貸資金供給線，則兩線之間的垂直距離代表仲介成本。自由競爭市場裡的均衡存、放款利率即是需求線與此兩條供給線的交點。

隨著金融仲介的技術、管理進步，仲介成本逐漸降低，即圖一中的實現與虛線的距離逐漸縮小。然而，古代或落後地區常常顯現出高利貸。這是另外由於貧困以至於可貸資金的供給線遠落於圖一中的左邊。即使在今日，當舖與錢莊也並未絕跡。逛逛當舖或翻翻報紙的分類廣告欄也可見到高利貸的臨時融通。台北市的迪化街，更曾因此種經營而一度博得盛名。



圖一 資金仲介成本

實線aa代表存款者的可貸資金供給，虛線bb代表經錢莊匯集後的可貸資金供給線，則兩線之間的垂直距離代表仲介成本。

本節的介紹顯現出金融的信用交易是自然而然的發生的，而並不需要政府或經濟學家的教導或輔導。自由市場不會去擔心利率如何決定，競爭就會逼迫著業者改變過高或過低的利率。相反的，當政府對金融做了不當的管制，則仲介的成本反而會增高。近年來，台灣的生產力快速增加，人民多有餘錢。然而，由於政府對金融業的管制，有志之士反而只得朝向暗中吸金、投資。地下投資公司的興起與快速沒落留給我們一個很好的教訓。所幸，民營銀行終於開放了。至於銀行利率的決定，我們就不再重複。讀者只要把本節中的錢莊改成銀行就可瞭解。重要的是，銀

行並不神秘，也不是什麼新發明。

金融工具與機構

現代金融體系內的主要機構之一是銀行。在台灣除了公營的銀行，例如：台灣銀行、交通銀行、中國國際商業銀行、彰化銀行等等，還有許多新進加入營業的私人銀行，例如：玉山銀行、台新銀行、大安銀行等等。不僅於此，更有許多外國的銀行，例如：美國花旗銀行、日本勸業銀行等。如果我們不太挑剔銀行在法律上的技術性定義，則各處從事吸收存款與貸出資金業務的信用合作社與農會也都可稱得上是銀行。郵局的部份業務也有「銀行」的性質；它吸收存款，並轉將此存款交由幾家指定的公營銀行貸放出去。由此看來，台灣銀行業的貸款是非常競爭的；不過，在吸收存款上，上述幾家公營銀行反由於指定郵局轉存而不太積極地去競爭吸收存款。這一節裡，我們繼續介紹其他的金融工具與仲介機構。

大規模的生產是工業文明的一大特徵。這種生產所必須的廠房、設備當然需要籌集大筆資金才能順利進行。如前所論，規模經濟的背後隱藏了許多人的結合；其中的交易成本不可謂不大。但是，隨著各個企業家的努力，大企業已經比比皆是。同樣重要的是，資本市場的組織也已經架構起來。這使得企業在籌措財源上的交易成本大大的降低。就如同有各式各樣的鞋子給顧客選擇，資本市場裡也有許多不同的金融工具供廠商選擇。廠商裡管理財務的是人而不是機器；同時，每家廠商的生意性質與環境也未必相同。換言之，廠商的投資與資金的籌措也必須由其負責人做主觀的評估。各類的評估導致不同的財務需求與供給，這就是為什麼現代社會有許多不同的金融工具的原因。

通常，廠商生產、銷售後進帳的時點並不與進貨、購買原料、或發放薪資等需要資金的時點一致，因此它不時的需要周轉金。一般而言，銀行承做的業務是廠商經常性的短期周轉融通。從廠商的角度而言，它可以將周轉資金的需求交由幾家固定的銀行承做，並因熟悉的業務往來而減少交易成本。從銀行的角度而言，由於它吸收的是一般人的短期存款（很少人購買超過二年的定期存單），專精在短期融通可以減少它在籌措長期資金上可能面臨的不確定因素。但是，廠商每隔一段長時間就必須更新生產設備；一者是由於機器會耗損，另者則由於生產技術不斷進步。此時，如果沒有其它的長期融通工具，則銀行只得將許多人連續數年的定期存款貸放給廠商。在此情形下，銀行必須不時的另籌資金以應付到期的存單；於是，銀行的仲介成本自然的要高些。



對於這種較高的資金成本，廠商當然會想盡辦法設法降低它。一家大企業可能由於聲譽卓著而獲得儲蓄者的長期信賴。此時，它可自行發售長期的**公司債**來降低取得資金的成本。這種情形在美國很普遍，而在台灣就比較少。我們曾經提過市場是分工的前提。如果台灣沒有許多願意將儲蓄長期固定在一種資產上的人，或沒有幾家聲譽卓著的企業，則不會有人願意專業承銷偶爾發行而無利可圖的長期公司債。實際上，台灣的交通銀行在這種經濟背景下成了融通長期投資的專業投資銀行。另一方面，信譽良好的廠商也未必一定要透過銀行做短期的融通，它也可以發行**商業本票**。一般人的賒欠只要手寫一張借據，然後簽名蓋章即可，商業上也可如此。不過，當賒欠是經常性的且對象有好多人時，則大量印刷的借據顯然比手寫的便利得多。商業本票是個好聽的名詞，其實就是**借據**。台灣的國際票券與中興票券公司承做這樣的短期商業本票買賣的業務。

廠商也未必一定要經由借貸的方式取得長期投資的資金。它可以招募股東來合夥投資。只要合夥的交易成本能夠被克服，則各個合夥人就可攜帶資金共創鴻圖。一般的中小企業都是這樣結合起來生產的。合夥以及合夥時出資多少當然必須有文契；否則，在發生爭執時就沒有可以為藉的證明。這種證明文件，就稱**證券**，或稱**股票**；顧名思義，前者強調證明，後者強調出資多少。合夥投資的人一般常稱為**股東**。當然，合夥投資的企業仍可以利用上述的借貸方式周轉而不必侷限於自有的資金。合夥就有拆夥。當拆夥的損失很大時，各個人就比較不容易合夥投資。如果拆夥時可以將原本投入的資金至少取回一些，則不是不幸中的大幸嗎？要合夥人退還部份資金當然是不容易的。可想的辦法是，另找其人承接自己的股份。顯然的，這也不是容易的工作。不過，當合夥廠商的組織成長起來後，隨著各個人對事業經營評估的轉變，想換夥的人也就隨之增加。於是，仲介換夥成了一個有利可圖的行業。**證券公司**就是這樣的新機構。如果各個證券公司之間能夠交換情報，則仲介的效果更高；**證券交易所**正是因此被組織起來的。當股票能夠在公開的市場裡自由買賣時，也就表示買賣股票的股東不斷的在合夥、拆夥。由於股票可以隨時買賣，儲蓄的人就不必要將資金長期鎖定在同一張股票上。這個優點是銀行所不能及的；所以，股票已經成為現代廠商最主要的長期金融工具。

股票的發明表示企業家能夠認識到：儘管機器、廠房不可分割，但它們產出的收益卻可分割。每一張股票的價值是一樣的，想多獲利的人可以多買幾張。獲利大小的判斷是由個人主觀評估的。顯然地，有人的評估較樂觀，也有人的評估較悲觀。判斷獲利大的人自然會出高價購買股權；相反地，悲觀的評估會使股東出售股權。於是，股票市場裡的需求與供給正如同其它財貨的需求與供給。證券交易所就是股票的需求與供給交會的地方。它的設立減少了交易者的交易成本，並使交易完成後的客觀數據公開呈現出來供每一位有意於股票交易的人參考。這些是針對已經發行

的股票而言的。不僅於此，證券交易還有一個更重要的功能。如前所述，市場的功能在提供知識的發現與檢驗。當廠商引進的新管理或新技術通過檢驗時，它的股票價格自然上漲。這些新知識還可以擴散為其它廠商利用，或應用在更新的投資上。上漲的股價反映出某些人可能已經先行預期到這種可能的成功。後知後覺者因而在先知先覺者的領導下跟進。廠商於是發行新的證券來籌措投資所需的資金，把檢驗後被肯定的新知識順利的落實出來而使主客皆能享受利得。從每個人主觀評估而漫天喊價的角度來看，股票市場的確可以說是投機的賭場。但是，與賭場迥異的是，股票市場裡存在著最終的廠商生產、銷售能力檢驗。它可以經過自由競爭的程序把原來散漫的知識檢驗、整理出來為人所利用、創造新的利得。賭場裡則否；檯面上的賭資只會在賭客中流轉而不會增加。儘管民國七十年代後半期台灣的股票狂飆曾經使一些人荒廢本業，且此種現象使台灣被譏為貪婪、狂賭之島，它其實也反映出台灣的另一項經濟奇蹟：短短的數年內使大多數人都熟悉現代社會中的主要金融工具。

月有陰晴圓缺，人有旦夕禍福。如第15章所述，為了因應疾病、天災、死亡等重大創傷，人會組織保險的團體以互相接濟。儘管相互保險並不能減少意外的發生而可能反使被保人發生疏忽，它確實能減輕意外發生帶來的傷痛。隨著工業文明創造出的財富，人們不但要求更多的財富保障，還往往必須離開農業的故鄉向城市發展。於是，親友間的相互保險就不能滿足新的需要。與其強化宗親的組織而付出高的成本，替代的辦法就由孳孳為利的企業家構思出來。海商業務裡免不了會因風浪而有所損失；即使親人之間也不願意承擔這種風險，因為並非每位親友都從事於海事商務。相反的，企業家可以協調船東們或要將貨物運送到海外的業主們形成新的互保團體。不僅是海路運輸，後來的陸路運輸與空運也發展出新的保險需求與供應商。在海商保險業務成長起來後，它的知識、技術迅速的被模仿、散佈到財產、醫療、與人壽等方面。市場的擴大不僅能夠將風險分攤到更多的人，更可以充分發揮規模經濟的效益。於是，個人可以更小的成本而得到意外發生後的及時援助，而不必完全仰賴同病相憐的親友。保險業是現代西方金融體系內的重要角色，絲毫不亞於銀行與證券市場。相反的，台灣的保險業可以說還在茁壯之中。這個不同大體上牽涉兩個因素。第一，中國人的家庭、親友關係仍然能夠提供一些適時的意外援助。第二，商業性的保險契約需要經濟競爭或法律的保障才能去蕪存菁。無疑的，保險業在理賠時的拖延，以至於不履行保險契約承諾，反而使得人們有些怯步。不過，目前財政部在美國的壓力下已經逐步開放外國保險公司在台營業。因此，不但保險業將可在經濟競爭的環境中提供更好的服務，立法委員也可由此得到新知識來改進相關法條以確保保險契約的執行。



保險契約，俗稱保單，是要被保險人付錢才能取得的。另一方面，保險公司在被保險人發生意外時必須依約理賠。理賠的金額大小則視被保險人所購買的額度而定。無論如何，商業性的保險公司必須能賺錢，否則就不會有人提供這種服務。讓我們詳細說明為什麼保險業與金融體系息息相關。首先，意外依定義就不是經常發生的。定時要繳交的保費並不能由自己隨時領回；在自己安然無恙時，保險公司要將保費用於救濟其他不幸的被保人。相反的，存款是為了零存後能在未來整付定期或不定期的較大開銷而儲蓄的。以人壽險為例，假設三十歲投保的人到六十歲才需要理賠，則保險公司可以穩定的吸收到此人三十年的保費。與其讓這些保費成為呆錢，保險公司可以將它貸放出去以賺取利息。如此一來，不僅公司可以得利，被保險人的保費也可以降低。這筆資金是長期的而與銀行的中、短期資金有所不同。因此，保險業更能從房地產的長期貸款中以較低的成本完成金融仲介。如果房地產的長期增值是可以預期的，則保險公司也可以直接在購買後等待增值而不必貸放出去。當然，房地產的行情也有漲落而未必一定能為投資者預期到。因此，保險公司往往既投資房地產又貸放資金。這就是為什麼曾經有許多人攻擊台灣的保險業，並將其視為房地產價格飆漲的罪魁禍首。其實，這種攻訐既不正確，也非必要，因為忿忿不平的人士大可買張保單或保險公司的股票即可參與分紅。另一方面，保險公司的經營也必須經常做短期的資金調度。因此，保險公司也會與銀行往來，並參與證券的買賣。

每一個人都是主觀的而有各種不同的需求。因此，隨著各個人的不同財務需求，理論上而言可以有成千上萬種的金融工具。但是，交易雙方不可避免的會牽涉到交易成本。因此，除非市場夠大，且企業家能設想出充分降低交易成本的辦法，否則就不會出現有組織的金融交易。由此觀點來看，可以滿足不同儲蓄者與廠商要求的基金、選擇權、可轉換公司債等等金融工具直到近年來才在證券市場中出現就不足為奇了。儘管本節裡我們不能一一介紹它們的特性，但透過對現代金融體系裡常見金融工具與居間仲介機構的概括了解，讀者當稍可明白金融體系的功能與重要性。值得重複強調的是，這些金融工具與機構都可以在政府的財產權保障下完全由民間自行競爭性的提供。

中央銀行的角色

中央銀行是政府組織裡掌管貨幣發行的機構；不過，它往往被誤稱為「銀行的銀行」。這節裡，我們探討它在現代金融體系裡的角色。在進行討論之前，讓我們提醒讀者：如第17章所述，貨幣的發行原來是由民間自發長成的。因此，以政府的中

中央銀行來壟斷貨幣發行，固然有其優點，但並不是必要的、無缺點的。此外，也讓我們先行介紹政府公債此一金融工具。

顧名思義，政府公債是政府欠債的契約。當然，債主是政府；債權人則可能是老百姓、一般公司、保險公司、與銀行等等。中央銀行以及外國人或外國的機構也可能購買我國政府發行的公債。基本上，一張公債會載明它的面額，如十萬元、五十萬元等，以及其還本的年限與每年的利息。換言之，一位政府公債的債權人每年可以得到上述的利息，並在期滿後得到面額的本金。從此看來，消費者與公司、行號除了利用上節的金融工具外也可利用政府公債做為儲蓄的工具。就像一般人，政府缺錢時必須借貸才能進行生產與消費財的提供。如第22章所述，民間標會是一種公共建設。如果政府各部門都有借貸的需求，則統一協調這些融資也就是各部門間的一種公共建設；但是，將政府視為一個單位向民間借貸時，政府的融資就不是公共建設。另外一方面，在政府管制措施使民間的儲蓄管道室塞下，發行政府債券供民間儲蓄也可視為在管制下的另一種公共建設。稍後在介紹中央銀行的操作時，我們會說明它發行的國庫券就有這種公共建設的性質。不論是否為公共建設，借款的利息都必須決定。在民間標會組織裡，利息的大小是由會員競標決定的。然而，政府具有強迫的武力為自訂偏低利率的後盾。因此，歷史上政府公債大都是用半強迫的方式要求巨商富賈或銀行購買的。直到最近，我國的財政部與中央銀行才以自由競標的方式決定公債或國庫券的價格或利率。雖然這種向民間標會模仿、學習的發展太慢，不幸中的大幸是政府畢竟沒有壟斷債券市場。

讓我們回來探討中央銀行的角色。首先，我們討論它如何創造貨幣來減少社會中的交易成本。一種可能的辦法是中央銀行印一大堆鈔票並鑄造硬幣，然後用直升機將它們載到各地散發。拾獲這些鈔票與硬幣的人就得到交易用的貨幣；沒檢到的人則必須先賣掉自己擁有的財貨才能間接得到貨幣。這種辦法有兩個嚴重的問題。第一，中央銀行如何得到印鈔與鑄幣所需的材料、機器與人力。第二，人們會爭先恐後的去揀直升機撒下的貨幣。第一個問題還好解決；政府可以課稅並在徵稅後印鑄貨幣，再用直升機散發。至於爭先恐後的拾取貨幣，就免不了要造成紛爭，甚至傷亡。

由人民組成的政府不必去造成無謂的損失；它可以用其他辦法來減少發行貨幣的成本。譬如說，政府先規定一斤米值一塊錢，然後依照物物交易的相對價格決定出各種財貨的貨幣價格。於是，當張三繳三斤米的稅時，政府就給他中央銀行所發行的三塊錢。如果總共收到的稅剛好能支付發行貨幣的費用，則政府並沒有沒收人民的財產。當然，一旦貨幣發行出來後政府就可不再規定米價為一斤一元，而讓米價在利用貨幣交易的市場內經由供給與需求的平衡決定。換言之，上述的稅是用來支付發行法定貨幣這種公共建設所需的經費。不過，這種辦法恐怕也未必能為人民接



受；難道政府官員不會暗地裡要求中央銀行偷印幾張大鈔而中飽私囊嗎？換言之，要能使這種辦法可行，則人民還必須付出一些監督發行貨幣的成本。如第17章所提，宋朝的貨幣原來是可以隨時兌換金屬貨幣的。可兌換性即一種監督貨幣發行的方法；不過，為了應付兌換必然有些金屬就必須窖藏起來。即，不能暢其流、盡其用的金屬就是採取這種監督方式的成本。另一種監督辦法，則是元朝時所創新的金融檢察制度，當時名為「稱提之術」。當然，這種檢查管理的制度也有其成本。

是否存在其他的辦法來進一步減少發行貨幣的成本呢？現代的辦法基本上在利用金融工具。用稅來融資發行貨幣的經費必須計算稅率，也必須去稽征；這些成本也不小。相反的，當經濟發展至金融市場成熟時，金融交易的成本就已顯著降低。因此，為何不利用它呢？中央銀行可以對要借錢的人說：我先借你一百萬元，一個月後還我一百零一萬。如果這個交易能夠成功，則中央銀行不就可以發出一百萬的貨幣了嗎？中央銀行不僅可以借錢給民間，也可以借錢給政府，即買公債。當然，除非耍賴，借錢總是要還的。一旦借債到期後，貨幣不就又回籠到中央銀行了嗎？那麼，不就又沒有貨幣可供交易用。因此，只有當各個人、公司、行號、或政府借還的時點錯開，且交易量夠大時，這種利用金融工具的貨幣發行辦法才能行的通。儘管金融交易的交易成本較低，這種發行貨幣的方法仍然有其成本。如果政府公債是在公開市場標售的，則中央銀行只是眾多競標者之一。另外，如果中央銀行的盈虧完全獨立於政府預算之外，則它不必特意降低利率優惠政府。換句話說，在買賣公債時中央銀行只須付出一般的交易成本。相反的，如果交易的對象是零星的個人、民間機構時，則交易成本會大的多。一來零星交易裡必須處理攸關的零星資訊才能保證收回本利。其次，除非中央銀行提供的利率比其他願意借貸出去的個人與廠商為低，否則又有誰會向中央銀行借錢呢？因此，以此種方式來發行貨幣必然會變相地補貼借款者。換言之，除賴帳或偷印鈔票外，補貼也是此種貨幣發行的成本。

雖然以上的討論裡並沒有直接考慮到現代的金融體系，但已經能讓我們略微了解到中央銀行如何能把貨幣發行出來。現在讓我們再詳細的納入金融系統。為了簡化、方便起見，我們只考慮銀行作業如何使得貨幣的發行變得稍為複雜。記得，銀行的作業不外乎吸收存款再貸放出去以謀利。如前所述，許多存款只是暫時寄放在銀行的。當客戶定期或不定期的需要用錢時，他們就必須將存款提出。提出的方法基本上有兩種。第一，拿存摺到銀行櫃臺直接提出鈔票或硬幣。第二，開張支票付款後，再由受款者向開票的銀行兌現或存入自己的銀行帳戶。不論如何提現，客戶的帳號裡必須有足夠的存款可提。客戶的帳號又分活期存款與定期存款兩大類。無論如何，客戶提款還必須銀行有款可提。即，銀行不能將所有的存款都貸放出去，它必須留下一些款項準備應付不時的客戶提款之需。

在每吸收一元的存款時，如果銀行留下R元應付提款而只貸放出1-R元，則我們稱R為此銀行對存款所訂的應提準備率。顯然的，銀行對於活期存款的應提準備會訂的較定期存款來得高些，因為前者本來就是客戶為隨時想提出支用而存放的。較高的應提準備率表示銀行只能將較小的存款比率貸放出去；因此，應提準備率愈高則表示銀行的金融仲介成本愈高。貸放出去的資金來源究竟是活期還是定期存款，並不至於直接影響到貸款的客戶；他只在乎貸款的期限與利率。所以，活期存款的利率會比定期存款的低。那麼，銀行如何決定各種存款的應提準備率呢？當然，銀行不至於將過多的資金窖藏起來而不貸放出去，也不至於留下太少準備金以至於付不出客戶的提款。一旦一位客戶提不到存款的消息散佈出去，所有的客戶就都可能要擠兌；此時，銀行只得臨時四處借款來應付擠兌、履行金融契約以避免倒閉。這個臨時借款當然要付出利息。所以，在決定應提準備率的大小時，銀行必須在放款的收入與可能發生臨時借款的支出上做一權衡。大致來說，臨時借款的利率成本與損失客戶的成本愈大則應提準備率愈高；除此外，存款客戶的提款需求愈不穩定也會使銀行的應提準備率愈高。但是，如果一家銀行存心冒險、僥倖而大肆貸放營利，或所有銀行都同時面臨意外的大量提款，則由於不能順利提款所衍生的擠兌金融大風暴是可能發生的。因此，許多人都認為必須有一「銀行的銀行」來避免或減輕這些刻意僥倖或意外事故所造釀成的嚴重後果。

讓我們先從發生準備金不足後的角度來看。如果當作救火車的中央銀行擔負起臨時借貸給各銀行的任務，以應付不足的應提準備金並消彌擠兌的危機，則可以想像地如此一來銀行就更不會小心翼翼的正當營業，因為天塌下來自然有中央銀行頂。相反地，若從事前來看，則中央銀行可以訂立較高的法定存款準備率強迫各銀行遵守，以免發生應提準備金不足的情況。當然，這種辦法必須另外配合定期的金融檢查與相關的違規懲罰才能有效地發揮避免準備不足的功效。另一方面，政府或中央銀行也可以要求各存款機構形成相互保險的組織。平時，參與保險的各存款機構按時繳納保費；意外發生時，存款保險公司則在要保範圍內補足該銀行欠客戶的存款。這種辦法可以使得許多散戶得到提款的保障，以至於消彌擠兌擴散到其它銀行的危機。換言之，中央銀行並不必成為銀行的銀行。

甚者，存款保險並不必要由中央銀行來刻意強求。就像謹慎的人會儲蓄與購買保險，謹慎的銀行也會留下應提準備並加入存款保險。無論是由銀行自行解決或政府強迫的方式來解決這種風險問題都有其成本。如我們所強調，成本是主觀的。因此，究竟以何種方式解決這些問題就必須視政治程序才能決定。如一般國家，現行我國的中央銀行採取強制列提法定存款準備與定期金融檢查的辦法。除此外，我國的中央銀行也擔任臨時救火地銀行的銀行的角色；不過，存款保險則是由各存款機構自由參加的。



貨幣的滋生與控制

在這樣的中央銀行下，我們繼續來看貨幣如何透過金融體系滋生出來。容我們稍後再說明滋生的確實意義。為了簡化討論，讓我們假設銀行只接受一種存款。當客戶甲存入一塊錢時，銀行甲必須依法提列法定準備R元；因此，它只能貸放1-R元。向銀行甲借到此1-R元的客戶乙當然會支付給供應他財貨的廠商甲。假設廠商甲將此付款全數存入銀行乙，則銀行乙多吸收了1-R元的存款。注意，廠商甲存款的銀行可能與客戶甲的往來銀行不同一家。不論同與不同，由此例我們可以看到銀行體系內有兩筆新增的存款：客戶甲的一元與廠商甲的1-R元。銀行乙為了圖利當然不願意把新增的1-R元存款冷凍起來；同理，它至多能貸放出去其中的1-R部份。假設銀行乙將其全數貸出給客戶丙，且廠商乙在得到客戶丙的付款後又將其全數存入銀行丙，則銀行丙也多增加了的存款 $(1-R)^2$ 元。如此反覆下去，我們可知銀行體系內的銀行丁、戊、己、庚…等，分別會增加 $(1-R)^3$ 、 $(1-R)^4$ 、 $(1-R)^5$ 、 $(1-R)^6$ 元…等的存款。換句話說，在客戶甲存入一元後，銀行體系將藉由不斷的放款、再存款步驟使新增存款以1-R的無窮等比級數增加；我們稱這種過程為銀行存款的**滋生過程**。經過算術，銀行體系的新增存款總合為 $1/R$ 元，而並不僅是客戶甲的一元。由於 $R < 1$ ，所以 $1/R$ 必然大於1；此外， $1/R$ 反映出銀行體系的存款滋生大小，我們稱之為**滋生乘數**。以法定存款準備率為0.2為例，經過上述的不斷放、存款過程後，某銀行新增的一元存款會使整個銀行體系內的新增存款滋生成為五元。這五元中，一元被留下來當法定存款準備，其餘四元則為銀行體系貸放出去。所以，不僅存款會滋生，放款也會。從這個角度來看，滋生乘數也可代表銀行體系的金融仲介能力。當法定存款準備率愈低時，滋生乘數就愈大；反之，則愈小。儘管這種滋生不是什麼特殊的神奇自然現象，而是各個銀行採取謀利行動的結果，中央銀行卻可能因調高法定存款準備率以至於使銀行體系的金融仲介功能降低。

上例中，客戶甲新存的一塊錢是從何而來的呢？基本上，它可能來自兩個源頭。第一，客戶甲可能因賣出財貨、或從工作薪資而得到另一人手上的一塊錢鈔票或硬幣。在這種情形下，整個經濟體系內的總鈔票與硬幣數量並不會因存款而改變；它們只不過換了一手。銀行收到這張鈔票或這枚硬幣後，也不過換了一手的將其轉付給提款的存戶。只有當中央銀行多印製紙鈔或硬幣，它們才會增加。第二，客戶甲也可能將手中的政府公債經過金融仲介商在公開的市場中賣給中央銀行。中央銀行在公開市場中買賣公債的作業稱為**公開市場操作**。這時，發生一體兩面的狀況：一方面央行取代客戶甲成為政府公債的債權人；另一方面，客戶甲轉以銀行存款的工具

來儲蓄。當央行變為政府公債的債權人時，也就是它將錢借給政府。但是，央行並非生產有形財貨的製造廠商，它那來的錢借給政府呢？如前所述，央行可以自行發行貨幣而不必先賺來錢；客戶甲則不同，他必須先賺到錢才能儲蓄。記得，政府在初發行公債時就已經把客戶甲的錢借走了；因此，現在央行只要把買公債的錢交給客戶甲即可。此時，央行可以多印鈔票付給客戶甲。但是，這並非唯一的辦法。實際上，最常見的辦法是央行開一張支票交給客戶甲存入銀行。於是，銀行扣除法定的存款準備後，還可將餘款再借貸出去而開啟滋生的過程。此時，即使鈔票或硬幣的數量都未改變，銀行體系內的存款卻仍可因滋生而增加。儘管都會造成滋生的現象，這兩種不同源頭的存款卻有不同的意義。前者隨著工商業的繁榮與並隨的儲蓄家會自然的滋生；相反的，後者則是由央行的公開市場操作所觸發。

除了公開市場操作外，中央銀行也可藉由所謂的**貼現窗口**觸發存款的滋生過程。如前面所說，中央銀行可以低利借貸給銀行，這時承辦此業務的單位為就被俗稱為貼現窗口。銀行的短期放款業務中包括所謂的貼現業務。收到客戶的訂單後，一位商人可以將其承諾付款的信用狀賣給銀行以周轉進貨的資金。由於銀行買去的價格低於信用狀所承諾的款項，這種業務稱為貼現。如第一節所介紹的點當，貼現就是先把利息扣下來。當銀行將所有扣除法定準備後的資金都貸放出時，它還可以再向央行借款以承做新的貼現需求。換言之，在借貸給銀行時，央行等於間接的貼現給賣信用狀的商人。因此，央行的貼現窗口所要求的利率稱為**重貼現率**。一旦銀行得到央行的貼現，它就可以完成對客戶的貼現。賣原料給上述得到貼現之客戶的廠商，於是可以將所得款項存入他自己的往來銀行。是故，央行的貼現使得銀行體系增加了存款，以至觸發另一波的存款滋生過程。

最後，中央銀行還可以降低法定存款準備率來觸發存款的滋生。顯然的，當法定存款準備率降低時，儘管各個銀行的款不變，原來留下來應付法定準備的資金此時就還有剩餘而可貸出。當這些多餘的資金貸放出去後，廠商們又可把交易所得存入銀行體系。降低法定存款準備率不僅會造成上述的新增存款，還會使銀行體系的滋生乘數增大。因此，這些新增的存款還可以滋生出更多的存款。以上僅針對存款增加而介紹央行的作業；當然，央行也可以反向操作。它可以在公開市場中賣出原來握有的政府公債，也可收回對銀行的貼現貸款，以及提高法定存款準備率。依序反向思考，讀者自可了解這些操作會造成存款的縮減。摘要而言，中央銀行可以透過公開市場操作、貼現窗口、與法定存款準備率來改變銀行體系的存款大小。

現代工商業的交易往往並非用鈔票或硬幣進行。帶著許多鈔票進行交易有許多缺點：一來太笨重，二來也可能發生遺失或被偷的意外損失。支票是一個替代的辦法。依此而言，**支票**也就是另一種交易的媒介。銀行裡的活期存款提供開支票的服務。換言之，客戶將款項存入活期存款後，可以隨時提出現款或開支票應付交易上



的需要。另一方面，收到支票的人也可將它存入銀行。因此，除了鈔票與硬幣外，本章所討論的貨幣發行也應該包括支票存款。在經濟學的術語裡，流通的硬幣或鈔票稱為**通貨**。所以，**通貨膨脹**指的是紙幣與硬幣的供給成長，而**通貨膨脹率**則指其在單位時間內的增長速率。在任一時點，通貨的總量都可以貨幣的單位計算。以一年為單位，則去年某日與本年同一日的通貨總量也都可以計量；這兩計量間的差即是這一年內多發行的通貨。以每年增長通貨佔去年通貨的百分率計量之，則得一年的通貨膨脹率。至於經濟學中所稱的 M1，則指將貨幣的定義含納通貨與支票存款兩者後所得的貨幣計量。在台灣，還有 M1A 與 M1B 的細分；不過，這個細節我們並不交代。在單位時間內 M1 的增加率，經濟學中稱為 M1 的貨幣供給成長率，而不再稱為通貨膨脹率。因此，央行不但可以發行通貨，還可以透過公開市場操作以買賣政府公債的辦法，以及貼現窗口的作業與對法定存款準備率的調整，來改變支票存款或 M1。換言之，此三者就是中央銀行控制整個經濟體系內週流多少貨幣的工具。

外匯

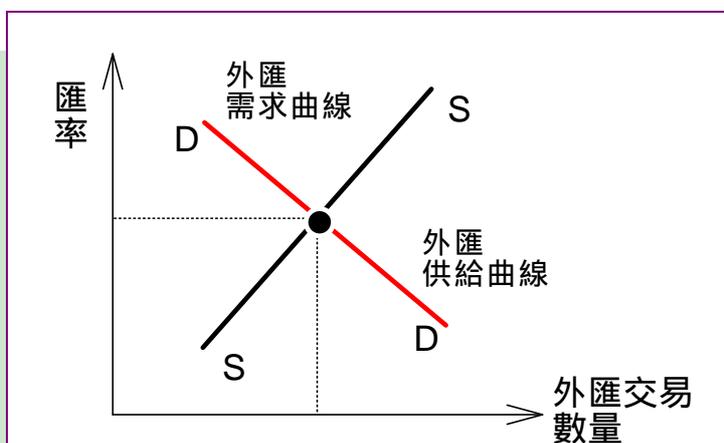
外匯就是外國的貨幣。這個辭彙粗看起來似乎並不能顧名思義；但是，其來有自。早在唐朝的時候，商旅人士就在大江南北奔波。金屬貨幣的攜帶當然比今天更辛苦；於是，有人想到了匯票這種東西並開始經營這種業務，當時稱為**飛錢**。它是一種符券，有左右兩聯可供核對。從中間分開後，遠地的商人自持一聯，並將另一聯寄回家。等到商人回到家以後就可憑著兩聯去兌換貨幣。當然，發行匯票的錢莊會要求一些費用，稱為**貼水**。貼水這個辭彙大概與當時的水陸運輸有關；前面數次提到的貼現一詞也導源於此。這種匯票的金融工具今天仍很普遍，只不過已經進步到不再需要兩聯，有時小額的匯款也不需要再核對，例如郵局的匯票。當金屬貨幣退出經濟活動的舞台，各國都使用紙幣時，國際匯兌業務大致上不再以減輕攜帶的重量為目的，而是為了轉換成使用國的法定貨幣。於是，外匯不再是外地寄來的匯票，而成了外國貨幣的代名詞。

在國際分工、貿易更為繁榮的今天，外國貨幣的使用是非常普遍與頻繁的。每年台灣出國觀光的旅客就要花掉數以十億計的美金；同時，進出口貿易額更是以百億美金才能計算。換言之，不僅本國的金融很重要，外國的金融也跟我們息息相關。需要美金的人如何得到它呢？銷售完商品的貿易商又如何將他得到的美金兌換成新台幣呢？這些問題顯示出美金與新台幣之間一定有一些轉換的關係。如果我們把美金視為雞，把台幣視為水梨，則本書介紹的小魯與小黑的交易就又可再度開張。也就是說，持有美金的人與持有新台幣的人必須分別找到需求新台幣與美金的人才能

完成交易。這又是欲望的雙重交會的問題。不僅如此，其中還涉及可能遙遙相隔十萬八千里的兩人。所幸，這種交易的公共建設已經由前人踏荒成道地建立起來。值得再度強調的是，雖然我們不知是誰將這些金融的橋樑搭起來的，我們知道繼往開來的他們都是民間的企業家。今天，我們只要走到銀行就可買賣外匯。

拿著台幣買外匯的人是外匯的需求者，拿著外匯買台幣的是外匯的供給者。當外匯以台幣來計價變高時，如由一元美金值27元台幣增為28元，想出國旅遊的人必定受到影響。計算之後，他可以曉得原來的旅遊預算換成美金以後變薄了。如果這使得他認為旅途會不夠暢快，則他可能會延後行程直到多存一點錢再說。相反的，美國的觀光客花同樣的美金可以多在台灣的大飯店享用一頓豐富的中國餐。於是，本來不打算旅遊，或打算到別地旅遊的美國人這時也想賣美金買台幣。另外，外銷的工廠卻以為同樣賣一萬塊錢美金的貨，現在可以多賺一萬塊錢新台幣。於是，他更努力的帶領員工打拼好多賺一些錢；當然，他必須將貨物銷售後的貨款換成台幣。更可能的是，原來無利可圖的訂單現在反而可以接受了。換言之，這裡的敘述顯示出外會的需求與供給仍然符合供給與需求的法則。加總各個人的需求與供給後，我們又可以得到市場裡的總需求與總供給，如圖二。

因此，我們可以瞭解到外匯的價格也可以由市場裡的供需所決定。這個經營外匯買賣的市場稱為**外匯市場**，外匯的價格稱為**匯率**。當自由競爭的外匯市場裡的供需發生變化時，外匯的匯率就會因而或高或低的變動。例如，在中央銀行開放外國金融



圖二 匯率的決定

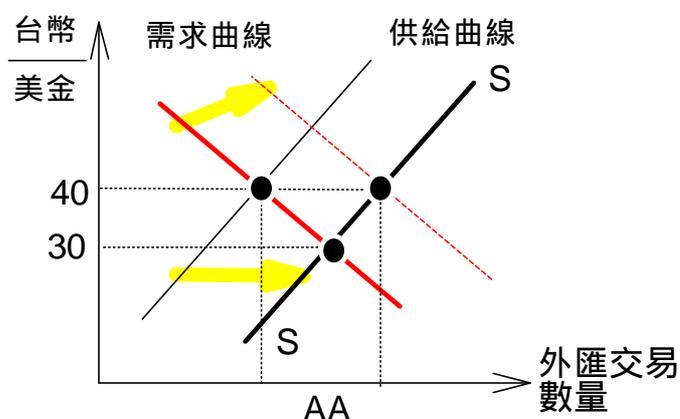
外匯的市場總供給與市場總需求，決定了匯率及外匯交易量。

機構購買台灣股票後，隨著對台灣股票的需求，外國的證券商在外匯市場裡成為新增的美金供給者。於是，如圖二中所示，美金的供給線SS向右移動，以至於使新的均衡匯率較原來為低。較低的匯率表示一元美金所能換的台幣變少了，即美金貶值或台幣升值。相反的，當國防部在匯出購買反潛機、巡洋艦等軍事武器的軍款時，它必須買外匯。於是，外匯市場裡對美金的需求就因而增加，以至於需求線DD也向右移動並造成均衡匯率

的增加。較高的匯率表示美金增值，而台幣貶值。

圖三 固定匯率制度

請見正文說明。



外匯的買賣可以在自由進出的市場裡完成。在這樣的自由交易市場制度下，匯率會迅速反映市場裡的供需變動而高低起伏。因此，這樣的制度又稱為**浮動匯率制度**。就像其他市場的發展一樣，自由競爭市場的優點是慢慢從經驗裡學來的。自由經濟學家們的任務不過在將其優點整理、歸納起來以組織出有系統、易於瞭解、易於散佈的知識。浮動匯率制度的採用不過只有二十年的歷史；它是在舊的固定匯率制度不足以應付國際經濟情勢，並經由經濟學家提倡後，為先進國家所率先引用的。儘管我們不能在本書中介紹從金本位、固定匯率、到浮動匯率的國際匯兌制度的歷史發展，它是一個有趣、又值得深入研究的高等課題。

我國實行浮動匯率制度的經驗不過五年，還是在美國祭出貿易制裁的威脅後才放棄了原來的固定匯率制度。今天，我國的外匯存底已經累積到將近九百億美元，以至於居世界數一數二的地位。在不同的場合裡，這個數字有不同的「意義」。許多場合中，國人，尤其是行政首長、外交官、與立法委員，將它視為揚眉吐氣的工具。然而，當部份國民要求妥善運用這些外匯時，中央銀行的官員往往又表示他們無權支配其運用方式。另外，行政官員也將問題推還給中央銀行，並表示這些外匯是人民的血汗結晶而不宜由政府任意動用。由此看來，龐大的外匯似乎是令人驕傲又生氣。以下，我們簡略的探討外匯累積的原因，以及其經濟意義究竟為何。

從技術性層面來看，外匯累積當然是因為中央銀行在外匯市場中大量購買外匯的結果。再推前一步，我們可以問，如果中央銀行不干預外匯市場則會發生什麼果？假設原來的匯率是一美元兌換四十元台幣，如上頁圖三。再假設出口擴張導致外匯市場裡的美金供給線右移到 SS。此時，若中央銀行不干預，則均衡匯率會降至一美元

兌換三十元台幣。只有中央銀行以原匯率買入 AA 的美金，外匯市場裡的供給量與需求量才會相等。換言之，外匯累積是中央銀行在外匯市場裡保衛台幣不升值的結果。在中央銀行的干預下，匯率不是由外匯市場內的供需所決定的，而是由中央銀行操縱的。當中央銀行釘住美金匯率不使其貶值時，台灣的出口商就更有利可圖。這是如何知道的呢？假設有一種財貨的國際市場價格為 P 元美金，而台灣的廠商在 Q 元的台幣賣價下就可獲利。讓我們再假設將此種財貨運往國際的費用為零，且令匯率為 E。此時，從外國客戶的角度來看，他會去比較台灣產品的美金價格， Q/E ，與其他國家產品的價格 P。當 $Q/E < P$ 時，他當然會購買台灣的產品。如果央行不干預外匯市場，則美金的供給會增加而自然的使 E 降低，直到 $Q/E = P$ 為止。換言之，央行不使台幣升值的結果造成了台灣的出口增加。但是，廠商外銷的最終目的是在換回台幣以改善他的生活。因此，出口的增加會持續的使外匯供給增加，而使得央行必須不斷的在增加對美金的收購。於是，央行歷年來對美金匯率的操縱就反映在外匯的累積上。

讓我們從另外一個角度繼續討論。當外銷廠商有利可圖之時，更多的人都會轉而從事外銷。於是，外銷廠商要競相爭取勞工、工程師與管理人才方能順利生產外銷，以至於使得勞動薪資上漲。也就是說，外銷的利益也會從老板手中分到員工的手中。不僅於此，當外銷廠商員工的所得增加以後，他們對內銷產品的需求也會增加。於是，內銷廠商的員工也分到一杯羹而使所得增加。在同樣的稅率下，政府收到的稅款跟著水漲船高，公教人員的待遇也就因此而得以改善。如此看來，整個社會裡每一個人的所得都因中央銀行的干預而增加。所得的效果會使得消費增加，包括對外國產品的消費。如果社會裡的每一個人都不儲蓄，則他的所得當然就會全數用在消費上。對國內產品的消費當然不須換取外匯即可直接購買；但是，對巴黎香水、美國牛排、日本家電、德國汽車等等的消費就需要將台幣換成外匯。整個經濟體系內的所得可以分成兩部份，內銷與外銷賺來的；整個社會的消費也可分成兩部份，對本國的與外國產品的消費。內銷的所得當然是從對本國產品的消費賺來的。於是，在沒有儲蓄的假設下，每多一元的外銷所得就多了一元的對外國產品的消費。在這種情形下，外匯市場裡的供給與需求同時做一對一的增加。讀者不難從前面對匯率的圖解分析中看出，中央銀行完全不必要買入任何外匯就可使匯率維持在原來的四十比一。以上的分析顯示出，央行購買外匯的另一原因正在於整個社會的儲蓄並非為零。

如果我們考慮社會裡的人既要消費又要儲蓄，且廠商的生產也必須不斷投資才能維持的情形，則我們可以知道儲蓄與投資也可分成本國的與外國的。注意，在經濟學裡購買股票不叫投資而叫儲蓄，只有對生產工具、原料、與技術改善才稱為投資。儲蓄可以放在本國的銀行、股票、或其他金融工具，也可以放在外國的金融工具



上。類似的，生產投資的儀器、工具與原料可以向本國或外國的廠商購買。如果儲蓄與投資都不受到任何限制，則向外國購買投資的設備以及將儲蓄放在外國的金融工具上都會造成外匯市場上的需求增加。不過，在不考慮外債的情形下，無論投資或儲蓄也都來自所得。換言之，仍然是每多一元外銷所得就多一元的外匯的需求，即央行不必干預就可維持原有的匯率。由此分析，我們終於能夠一窺外匯累積的真正原因。原來，我國對民間利用外國金融工具做儲蓄設立了嚴格的管制。在此管制下，原來自發的外匯需求被壓制住；但是，只要發生出口的收入大於進口的支出，即出超，就必然的有儲蓄。於是，外匯存底的意義就很明確了：它是歷年來在外匯金融管制下經由中央銀行官員所做外匯儲蓄的累積。

顯然的，官員無法知道原來個人想將儲蓄放在外國銀行的存款、公司股票、政府公債、還是保險公司的保單。所以，外匯存底的管理經常為人所詬病。更重要的是，當中央銀行買入出超的外匯時，民間仍然可得到台幣的所得。這種情形下，央行所做的外匯儲蓄對民間的個人而言根本不具任何意義，因為那些外匯從來也沒進過他的荷包；各個人只會想將因結匯出超而增加的部份台幣所得儲蓄起來。在政府對外匯的金融管制下，他只能將儲蓄存放在本國的金融工具。如果他存入銀行，則經過銀行的滋生過程會使得整個銀行體系內的存款大幅增加。如果他決定買股票，則股票的需求增加會致使股價上漲。如果他決定買房地產，則房地產也會增值。只要中央銀行繼續干預匯率、買入外匯，銀行存款會持續增加，股價與房地產價格也會持續上漲。民國76年至79年間，上述的現象完整的、明確的呈現出來。貨幣供給的成長率曾經高達每年50%，股價指數也從三千衝破一萬兩千。只存款的人變成了無殼蝸牛，並抨擊炒股票與房地產的人為投機者；而後者反暗地裡偷笑前者的迂憨。不幸的是，股票與房地產終將在央行改採浮動匯率制度後崩盤。在這段台灣的經濟奇蹟裡，漁翁得利的是那些經營三溫暖、賭場、與色情行業的業者以及掛鉤的民意代表與官員。

以上我們詳細的探討外匯存底累積的成因與意義，以及其所造成的一些結果。從這段討論裡我們得知：購買外匯也是央行控制貨幣金融的一種手段。當中央銀行在民國78年認識到金錢遊戲的嚴重性後，或說被「民意」攻擊後，它積極的採取了一些緊縮金融的措施。在此之前，央行也曾採取一些辦法控制銀行體系內存款暴增的現象。讓我們先介紹後者。如前所述，央行可以透過公開市場操作的方式將手上握有的政府公債賣給銀行，來減少銀行放款以至於降低銀行存款的滋生乘數。不過，這類標準教科書的內容並不適用於台灣。與現在的大幅「民主」預算赤字不同，鑒於失敗的財政政策導致山河變色，過去「英明」的威權強人嚴守預算平衡而不願發行政府公債。在這種情形下，中央銀行發明了嶄新的替代辦法來控制存款的增加。由於央行同時經營國庫的業務，它大量的發行乙種國庫券、儲蓄公債、以及稱為CD

的存款證明。當一般人購買這些央行發行的金融工具時，資金就不能再流向銀行存款；另外，當銀行購買這些工具時，它就不能再把資金貸放出去。儘管前者並不顯著影響到銀行體系的滋生乘數，後者則會。無論如何，這種金融工具的發明提供了民間的儲蓄管道；因此，如我們在第三節初所說，這種辦法等於是在對外匯金融管制下由政府經營的公共建設。央行當然必須對這些金融工具付出利息；剛好，它所握有的外匯資產也會滋息。由此看來，正如郵局幫一些指定銀行吸收存款，中央銀行成了仲介外國金融的機構；它在吸收民間的儲蓄後，貸放給外國。這種減少因干預外匯市場而造成貨幣供給增加的作業稱為沖銷。換言之，如果不能充分的沖銷貨幣的供給成長，則在固定匯率制度下一國便喪失了貨幣供給的自主權。

可是，並非所有人都想將儲蓄放在固定利息的資產上。仍然有許多人選擇獲取股票與房地產市場內的增值利益。只要匯率制度不變，這些人都可預期到還會有人願意以更高的價格接手。甚者，他們還可以向銀行貸款來賺取未來的增值利益。於是，銀行也未必願意購買央行新發明的金融工具，以至沖銷的目的愈來愈難達成。這時，央行就只有拿出強迫的手段來減少銀行的金融仲介能力。於民國78年，央行相繼的祭出提高法定存款準備率，以及對股票與土地貸款的限制。顯然的，這些措施可以減小銀行體系的滋生乘數，以至於使貨幣供給成長減緩下來。事實上，民國79年後金錢遊戲也就逐漸冷卻下來。雖然固定匯率制度終於在美國的壓力下退出舞台，採取浮動匯率制度前的這段金融經濟史是值得警惕的。

最後，讓我們再探討如何處理外匯存底的問題。可不可以用它來支付改善軍備的款項呢？假設立法院通過這樣的台幣預算，且國防部在外匯市場裡購買外匯，則其它條件不變之下台幣將貶值。但是，知道這個消息的人可以先購買外匯等待增值後再賣出。因此，台幣會在國防部實際匯出軍款以前就開始貶值。另外，在軍款匯出以後，外匯市場裡的供需又回復到沒有軍購之時，即台幣將回升。台幣的一貶、一升之間，不是又存在著套利的機會嗎？套利者可以先賣出外匯，再等待台幣升值後買回外匯。如果他預期增值可以抵得上這兩次買賣的手續費，則他就會採取套利的行動。顯然的，在考慮這些套利活動後，我們知道匯率的變動會比較平滑。問題是，在上述外匯市場裡的買賣裡，國防部買到的外匯未必全來自中央銀行。相反的，如果國防部直接向中央銀行購買外匯，則毫無疑問地外匯存底就可以消化一些。除此以外，中央銀行該以什麼價格賣出他手上的外匯呢？若以當時的外匯市場匯率賣出，則就等於又回到了固定匯率下的市場干預。因為，當時的外匯匯率並沒有反映出軍款的需求以及套利者的活動。無論以何匯率賣出，政府手上的稅款都將為中央銀行收回以至造成銀行體系內的貨幣供給緊縮。換言之，這兩種處置辦法不是造成不必要的套利活動，就是造成貨幣供給的緊縮。



中央研究院院士邢慕寰曾經提議：撥出一部份的外匯存底成立基金，再由此基金的管理委員會審查投資計劃後，將其低利借貸給民間廠商以進口性能更優越的生產設備，促進產業升級。理論上，這種辦法是可能從利息收入來維持的，且不會影響到貨幣供給。由此看來，外匯存底的消化顯然不是其目的。這種辦法實際上等於將中央銀行仲介外匯金融的部份任務，轉交給一個基金管理委員會來負責廠商的投資貸款。通常，投資貸款是由銀行審查後貸放出去的，或由廠商自己發行公司債籌集的。因此，這個建議也大致等於成立一個不吸收存款，而只放款的投資銀行。無論它究竟如何審查，這個建議必然補貼廠商；甚者，廠商之間必將出現第四篇中所說的競租行為，也可能出現官商勾結的弊端。所以，這種辦法也不是沒有成本的。

為何不將這些外匯存底直接公開拍賣呢？細想一下，讀者可以了解這種辦法與在外匯市場中賣出並無大不同。其結果同樣的是一些匯率變動與貨幣緊縮。所以整個外匯存底處置的問題其實不過是另一個權衡成本的問題。成本是主觀的，所以這個問題的重心是：誰的成本，誰的選擇？我們要立法委員做預算的選擇，委託官員善盡管理之職，還是要自己處置。上面已對前二者做了簡單的介紹，剩下來的都是自己處置的辦法究竟是什麼？記得，前面曾經說明外匯存底不過是央行在外匯金融管制下代民間所作的外匯儲蓄。我們也曾說明每一個人其實早在中央銀行干預外匯市場時已經取得他的台幣工作收入。如果當時的匯率是一元美金兌換三十元台幣，且央行不干預下是一元美金兌換二十八元台幣，則每結匯一元美金其實都從央行處得到了兩元台幣的補貼。每一個人從出超中所分得的利益不等，於是他所得到的央行的補貼也有或多或少的不同。不過，這個補貼所付出的代價極大；許多人成了無殼蝸牛，許多人在金錢遊戲中迷失了方向。現在海峽兩岸的緊張情勢日漸舒緩，防止富人逃難的外匯金融管制大致已經完全取消，且每一位國民都可以透過銀行自由進出外匯市場。因此，自己處置的一種辦法是：個人在外匯市場中買匯時依當時匯率指定是否向央行購買。這個辦法與央行將外匯存底拍賣或傾倒在外匯市場中完全不同。在指定外匯賣方時，外匯的需求仍然是來自民間的，因此毫無干預市場的情形發生。在市場匯率決定後，仲介外匯交易的銀行則將買匯者的台幣交給央行以換取央行的外匯。無論匯率的高低，央行必須接受這項交易。當所有原來想持有外匯金融工具而為管制所不允許的人，同時都在外匯市場中指定購買央行外匯時，美金會升值。理論上而言，如果現在的經濟情況與當初央行干預外匯市場時相同，則台幣會回貶到原來的價位。在此種狀況下，購買外匯者等於將補貼還給央行；同時，央行的匯兌損失也就消彌。相反的，如果沒有任何一個人指定購買央行的外匯，則央行的外匯存底不會發生任何變動。當然，更可能的情形是有些人指定購買而另一些人則否。此時，外匯存底會減少一些，匯兌損失也會因為購買者退回部份補貼而降低。

以上純是技術性的討論，讀者自然會進一步質疑這種辦法的目的為何？讓我們進一步說明。如我們所說，外匯存底的累積過程裡，有些人因而得利，有些人則損失慘重。這種結果完全是人民所委託的立法委員與官員在利益團體的關說與壓力下造成的。從上一篇的最後一章裡，我們知道集體決策的結果要不是如抽籤，就是會被有心人士操縱。因此，可以經由市場解決的問題沒有必要透過集體決定去讓別人翻雲覆雨。在我們所舉的辦法下，不願意做無殼蝸牛的人可以指定購買央行的外匯，逼使貨幣供給降低。如果既得利益的房地產大亨不願見到市場的大崩盤，則他必須將他得到的好處分一些出來。換言之，在我們辦法下，是否要扭轉金錢遊戲惡果的決定權重回到每一個人手上。當然我們提議的辦法也會有成本；但是，它所牽涉的只是傳播上述經濟知識的成本，而並非放棄自由競爭市場後必然發生的競租行為。除此外，它的最大利益是讓我們都尊重具有合作本質的自由競爭市場經濟制度，並使最值得投資的生產計劃決定回歸到各行各業兢兢業業的企業家手中。

分組討論

1. 全國的貨幣供給量會不會因為採用「公辦公營」、「公辦民營」、「民辦民營」等三種不同的全民健康保險方式而有所不同？請討論。
2. 請解釋為什麼債券的價格會隨利率增高而降低。
3. 開放證券市場當日沖銷會使貨幣供給量增大。真？偽？請說明。
4. 現代中央銀行都利用貨幣市場來進行貨幣發行的操作。真，偽；請說明並指出貨幣市場在那裡？
5. 中央銀行的外匯存底大部份是以外國公債的形式儲存起來的。那麼，中央銀行的外匯資產利息收入自然會使貨幣供給量增加。真？偽？請討論。

