

國際金融史上債權國與債務國的不對等(稱)調整

：從希臘危機談起

何泰寬

清華大學計量財務金融學系

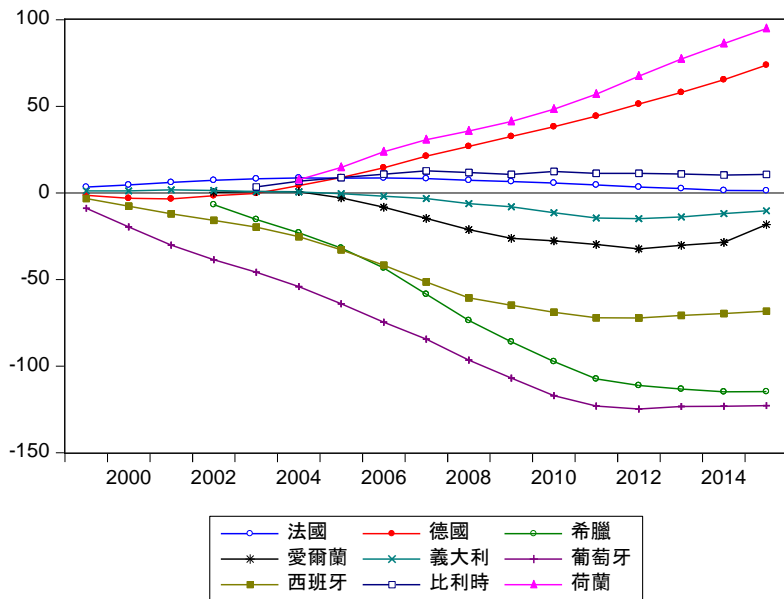
國際金融用語指稱的債權國(Creditor)，乃是資金淨輸出國，也就是該國的經常帳有持續的盈餘。相反地，一國如果為資金淨輸入國，也就是該國有持續的經常帳赤字，則稱之為債務國(Debtor)。根據國民所得帳的定義，經常帳餘額等於國民儲蓄與國內投資兩者之間的差距。一國的儲蓄若是大於國內投資，則有額外的資金可以借貸給外國，經常帳餘額因此為正。相反地，若是一國的儲蓄小於國內投資，表示該國是透過外國借貸來融通國內投資，經常帳餘額因此為負。

$$\text{國內生產毛額} = \text{民間消費支出} + \text{國內投資} + \text{政府支出} + (\text{出口} \\ - \text{進口})$$

$$\text{國民生產毛額} = \text{國內生產毛額} + \text{國外要素所得淨額}$$

$$\begin{aligned} \text{國民儲蓄} &= \text{國民生產毛額} - (\text{民間消費支出} + \text{政府支出}) \\ &= \text{國內投資} + (\text{出口} - \text{進口}) + \text{國外要素所得淨額} \\ &= \text{國內投資} + \text{經常帳餘額} \end{aligned}$$

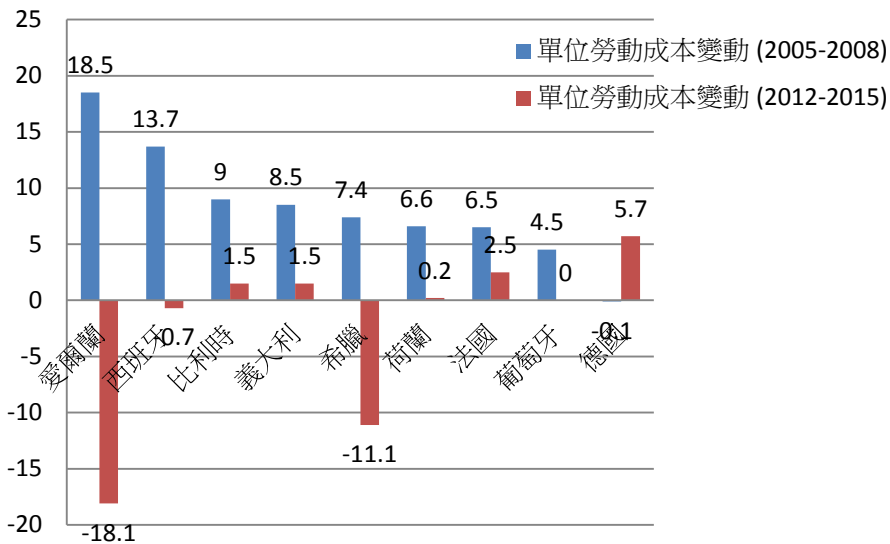
累加經常帳占國內生產總值的比值 (%)



上圖描繪法國、德國、希臘、愛爾蘭、義大利、葡萄牙、西班牙、比利時、與荷蘭等九個歐元區國家，從 1999 年至 2015 年的累加經常帳赤字。該圖顯示希臘、西班牙、與葡萄牙等國，從歐元實施之後持續累積了經常帳赤字；另一方面，德國、荷蘭、與比利時等國則是持續累積經常帳盈餘。希臘、西班牙、與葡萄牙等國，仰賴德國、荷蘭、與比利時等國的資金流入來融通其經常帳赤字。只有在前者實施嚴厲的撙節政策下，後者才願意融通前者的資金需求。然而，這些撙節政策與政府支出縮減卻使得前者的經濟更為陷入衰退。

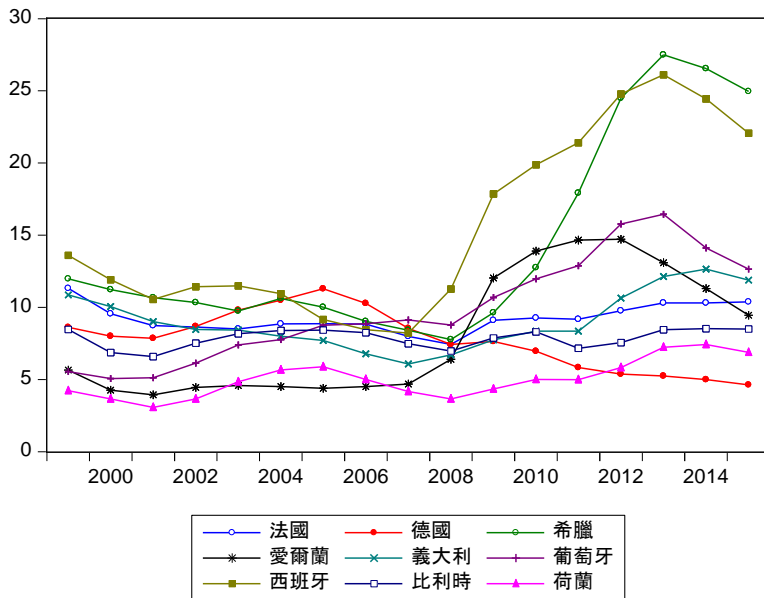
在歐元實施之後，德國、荷蘭、與比利時等國的資金過度樂觀地大幅流入希臘、西班牙、與葡萄牙等國，這是使得後者的經常帳赤字得以持續維持的原因。因此，債務國(希臘、西班牙、與葡萄牙)與債權國(德國、荷蘭、與比利時)，對於歐元區的經常帳失衡都同樣負有責任。債務國的責任在於過度借款；債權國的責任在於過度放款。雙方理當共同擔負經常帳失衡的問題。然而在歐洲債務危機之後，債務國與債權國兩者的關係卻變得不對等。債權國被視為是勤儉節約的典範；債務國則被視為財政揮霍無度自食其果。政策調整的責任，也因此全都落在債務國身上。債務問題的處理，也都是出於保護債權國單方的利益。

單位勞動成本三年期間變動率 (%)



由於實行共同貨幣歐元，上述的債務國並無獨立的貨幣政策。債務國因此必須藉由內部貶值(**Internal Devaluation**)的方式，來調整其經常帳，也就是減低其工資與生產成本。上圖顯示上述國家的名目單位勞動成本(**Nominal Unit Labor Cost**)在 3 年期間的變動率。希臘、西班牙、與葡萄牙在 2005 年至 2008 年期間的單位勞動成本分別上升了 7.4%、13.7%、與 4.5%。債務危機之後，單位勞動成本在西班牙與葡萄牙呈現停滯，在希臘則下降 11.1%。最顯著的例子是愛爾蘭，在同一時期單位勞動成本下降了 18.1%。

失業率 (%)



內部貶值通常伴隨產出的下跌與失業率的上升。上圖顯示上述九個歐元區國家從 1999 年至 2015 年的失業率。希臘與西班牙的失業率在債務危機之後持續攀升，直到 2015 年底依舊高於 20%，分別是 25.0%(希臘)與 22.1%(西班牙)。葡萄牙的失業率也高達 12.7%。

不對稱的調整，反映在債務國被迫實行撙節政策，透過內部貶值降低國內工資與物價水平；然而，債權國卻無相對應的膨脹措施，以便提高其國內的工資與物價水平。上(上)圖顯示荷蘭在 2012 年至 2015 年間的單位勞動成本幾乎沒有變動，而比利時僅僅上升了 1.5%。德國的單位勞動成本上升了 5.7%。然而，與 2005 年至 2008 年的上升幅度

相比，單位勞動成本的逆轉 $(5.7 - (-0.1) = 5.8)$ ，還是遠小於希臘 $(-11.1 - 7.4 = -18.5)$ 、西班牙 $(-0.7 - 13.7 = -14.4)$ 、與愛爾蘭 $(-18.1 - 18.5 = -36.6)$ 。債權國也不需要經歷像債務國一樣的失業率問題(上圖)。

上述的不對稱性調整，意味著調整的重擔全都落在債務國身上。當債務國緊縮其國內消費與國內投資時，債權國並沒有相對地擴張其國內消費與投資，因此導致整個歐元區傾向於通貨緊縮。De Grauwe (2016)認為，這是歐元區在債務危機發生至今，經濟復甦一直落後於美國以及非歐元區的歐洲國家的主要因素。



不對稱性的國際收支調整(赤字國家必須緊縮其經濟，而盈餘國家不見得必須擴張其經濟)，一直是國際金融制度的問題。目前的歐元危機只是其中一例。它出現在兩次大戰之間金本位(Interwar Gold Standard)；在第二次世界大戰之後建立的布列敦伍德體系(Bretton Woods System)。英國經濟學家凱因斯(John Maynard Keynes)在1944年的布列敦伍德會議中，希望將國際收支的調整變成對稱的。但是他的願望沒有實現。

【兩次大戰之間金本位】

（國際收支）盈餘國家與赤字國家在面對黃金流入流出時，貨幣政策的不對稱性調整。理論上(根據**物價鑄幣流動機制**，**Price-Specie Flow Mechanism**)，盈餘國家的中央銀行，應該要擴張貨幣供給並且製造物價上漲，以便協助調整過程；相對地，赤字國家的中央銀行，則是要緊縮貨幣供給並且製造物價下跌。在實際上，赤字國家為了避免準備進一步流失，的確會依照上述描述行為。但是，盈餘國家卻不見得會如此，因為累積（黃金）準備而不擴張貨幣供給，並不會讓盈餘國家遭受任何懲罰。這樣的不對稱性調整，只強迫赤字國家緊縮貨幣供給，卻無法要求盈餘國家增加貨幣供給，帶給金本位潛在的通貨緊縮風險。

這種不對稱的調整機制，其實也存在古典金本位，但是卻不成為一個實際問題。主要原因在於英國央行雖然會持有適當的準備，但是做為一個營利機構，它同時也不願意持有過多的準備。英國央行因此在操作上，避免持續的喪失準備或是持續的累積準備。英國央行扮演重要的協調角色。凱因斯因此將當時的英國央行，比喻為交響樂團的指揮。相對之下，美國與法國的中央銀行，在兩次大戰之間金本位時期，就沒有任何動機避免持續累積準備。

The Midden of Gold：高盧公雞站在黃金堆上



英國與法國在回到金本位時，都選定了不合適的黃金平價（匯率）。英國在 1925 年回復金本位，它將黃金平價訂在戰前的水準，也就是一個英鎊兌換 4.86661 個美元。由於英國在第一次世界大戰期間比美國經歷了較高的通貨膨脹，選定戰前的黃金平價，等於是高估了英鎊的價值，進而導致英鎊的實質匯率升值，英國出口商品變得昂貴。

相反地，法國雖然在 1928 年六月回復到金本位，卻讓匯率貶低到一次大戰前的 1/5。一英鎊在 1903 年兌換 25 法郎，到了 1928 年兌換 125 法郎（Parker，2013）。法國將黃金平價訂得比戰前還要低很多，因此低估了法郎的價值，導致法郎的實質匯率貶值，法國出口商品變

得便宜。英國必須透過輸出黃金以便結清貿易赤字。在國際收支惡化的情況下，英國央行必須維持高利率才能防止黃金進一步流出國外。相反地，法國的國際收支盈餘，再加上預期法郎升值的熱錢流入，使得法國耗盡其他國家的黃金存量。其他國家被迫提高利率，也就是採取較為緊縮的貨幣政策，來防止黃金流出至國外。

美國與法國因為吸收黃金流入所以黃金存量不斷累積。根據金本位的理想運作，美國與法國也應該跟著擴張其國內貨幣供給。國內貨幣供給的擴張，將會使得美國與法國物價上漲（其出口商品因而變得昂貴），導致美國與法國國際收支的赤字，引起黃金流出與貨幣供給的收縮。至於先前黃金流出的其它國家，則會因為出口商品變得便宜而

產生貿易盈餘，進而變為國際收支盈餘、貨幣供給增加。這樣的過程反覆進行，最後使得全世界的物價水準一致。上述的國際收支調整過程，就是 **David Hume** 提出的 **Price Specie-Flow Mechanism**。

但是，美國與法國在 **20** 年代並沒有跟著擴張其貨幣供給，而遭遇黃金流出的其它國家則無法採取擴張性的貨幣政策（它們甚至必須採用緊縮性的貨幣政策以便抑制黃金外流）。這種不對稱的國際收支調整模式，使得全球經濟容易遭受通貨緊縮（**Deflation Bias**）的衝擊。美國與法國的政策(不對稱的調整)，因此替大蕭條的登場搭好舞台。

關於不對稱性的國際收支調整如何導致全球通貨緊縮，Douglas Irwin (2012)的簡單估計得到：如果美國與法國在吸收大量黃金流入之後，不企圖阻止貨幣供給的擴張，全球物價在 1929 年至 1931 年間，應該是維持平穩而不是如同實際上下跌了 34%。

【1944 年凱因斯計畫】

凱因斯計畫要成立一個國際清算聯盟，基於稱為 **bancor** 的國際貨幣。該貨幣的價值與黃金固定，可以被大英國協、美國、與其他參與清算聯盟的國家視為等同於黃金，並且用於國際貿易的清算。會員國的中央銀行，在清算聯盟都設有帳戶，並透過這個帳戶來結算它們與其他國家的外匯餘額。國際收支盈餘的國家，在清算聯盟的帳戶因此是 **credit**；國際收支赤字的國家，在清算聯盟的帳戶是 **debit**。不管是 **credit** 或是 **debit**，都不被允許沒有限制地不斷增加。

以下是計畫部分條文。



每位會員國將會被給予一個配額。這個配額決定了該會員國對於國際清算聯盟的管理權責大小，以及它能借貸的額度。會員國同意，將其他會員國虧欠的收支盈餘，透過國際清算聯盟將等量的 **bancor** 移轉至其帳戶。在收支赤字的情況下，則是將等量 **bancor** 移轉至他國帳戶。

國際清算聯盟設有儲備基金。一國帳戶 **bancor** 的盈餘或是赤字，如果超過上述配額的 $1/4$ ，就必須支付每年 1% 的金額(以實際盈餘或是赤字計算)。超過 $1/2$ 的部分，則必須支付 2% 的金額。只有將 **bancor** 帳戶平均維持在收支平衡的國家，才不需要支付這筆懲罰性的金額。

會員國的 **debit** 若是超過配額 $3/4$ 長達一年以上，而且根據理事會的評估正在增加當中，理事會可以要求該國政府採取改善措施。

會員國的 **credit** 若是超過配額 $1/2$ 並且長達一年以上，就必須與理事會討論改善的措施，包含擴張國內信用供給、讓貨幣升值、減少進口關稅、或是增加國際貸放等等。

國際清算聯盟的好處，是可以抵銷存在國際金融體系中通貨緊縮的趨勢。透支功能讓赤字國家能夠有喘氣空間，同時不會增加盈餘國家的負擔。盈餘國家的資源，雖然目前自己用不著，卻可以讓赤字國家使

用，不會成為閒置的購買力。在過去，國際收支盈餘的國家流入黃金，這些黃金被閒置不用，等於就是減少市場上的購買力，也因此對於全世界造成通貨緊縮的壓力，最後也會倒過來影響到盈餘國家的出口。同時，透過多國的機制，而不是許多雙邊的機制，使得上述的功能更為容易發揮，而且不易受到政治以及其他因素的操弄。

跟戰前不一樣的地方，在於調整的責任，同時落在 **creditor** 以及 **debtor** 國家。事實上，在 19 世紀時的金本位，當英國國際收支盈餘黃金流入時，倫敦很快將這些資金貸放至赤字國家，也因此減緩通貨緊縮的危險。這項機制，在紐約成為國際金融中心之後就不復存在。凱因斯計畫，只是要恢復過去古典金本位這項調整機能。換句話說，

creditor 國家不能再採取被動的態度。如果 creditor 國家採用被動態度，debtor 國家必將遭遇嚴峻的調整，最終將會波及所有的國家。

圖左 Harry Dexter White

圖右 John Maynard Keynes

打油詩：

In Washington Lord Halifax

Once whispered to Lord Keynes:

“It is true they have the money bags

But we have all the brains”

【布列敦伍德體系】

布列敦伍德體系，在實際運作中產生兩個問題：戴高樂問題（de Gaulle Problem）與 Triffin Dilemma。該協議將各國貨幣視為等同，沒有單一貨幣應該獲得不對稱性的特權。赤字的國家、以及盈餘的國家，都有責任進行調整。相反地，美元卻隨著時間進展，成為並且鞏固為主要的準備貨幣。美國成為布列敦伍德體系下，唯一不受國際收支條件限制的國家。換句話說，它完全可以以國內政策目標為優先，不需要考慮國際收支的後果。

所謂的戴高樂問題，就是美元在布列敦伍德體系中的不對稱性角色，特別是涉及國際收支的調整。以下文字出自 Bordo (2014, p. 984)

“The Bretton Woods System became fully operative in December 1958 when many European countries declared current account convertibility. As time elapsed, it evolved into a gold dollar fixed exchange rate system which embodied an asymmetric adjustment mechanism under which the U.S. did not need to adjust to a balance of payments deficit by contracting aggregate demand. The deficit would be financed by dollar outflows to be absorbed as international reserves by surplus countries.”

這個問題之所以稱為戴高樂問題，因為法國總統戴高樂是這個現象的主要批評者。他稱此為美國的 **Exorbitant Privilege** 囂張的特權。

Triffin Dilemma 則是由比利時裔的 Yale 經濟學家 Robert Triffin 在 1947 年提出。他認為布列敦伍德體系透過境外美元餘額的增加來滿足國際準備的需求，將給體系自身帶來不穩定。外國會累積美元準備，前提是美元可以被兌換成黃金。一旦境外美元的數量大於美國政府的黃金準備，大家就會開始懷疑上述的兌換是否沒有問題。在 1960 年，美國在國外的貨幣負債，首次超過美國黃金準備。接著在 1963 年，美國政府對於外國貨幣當局的負債，首度超過美國黃金準備。一旦外國貨幣當局拿手中的美元向美國政府兌換黃金，它的效應就該民眾擠兌銀行一樣。美元將因此巨幅貶值。戴高樂問題與 Triffin Dilemma 互為

相關。戴高樂是美國的債主，恐嚇要將手邊的美元兌換成黃金。他果真如此，就應驗了 Triffin 預見的美元崩潰與布列敦伍德體系的結束。



下圖取自 Bordo (2014)，顯示美國從 1958 年到 1971 年間，國際收支都是呈現赤字。其中貿易帳大多是盈餘，但是資本帳大多是赤字，且後者的規模大於前者，導致整個國際收支為赤字。對於歐洲國家而言，美國的國際收支赤字是個問題，主要是在不對稱性的調整機制下，美國不需要因應國際收支而調整國內經濟。通常，美國政府會沖銷國際收支的赤字，使得國際收支的赤字，不至於導致國內貨幣供給緊縮。德國認為美國是在輸出通貨膨脹，因此希望美國緊縮貨幣與財政政策。法國不甚認同美國獨享鑄幣稅，以及在金融上的主導地位。在 1965 年，法國開始將其持有的美元兌換成黃金。

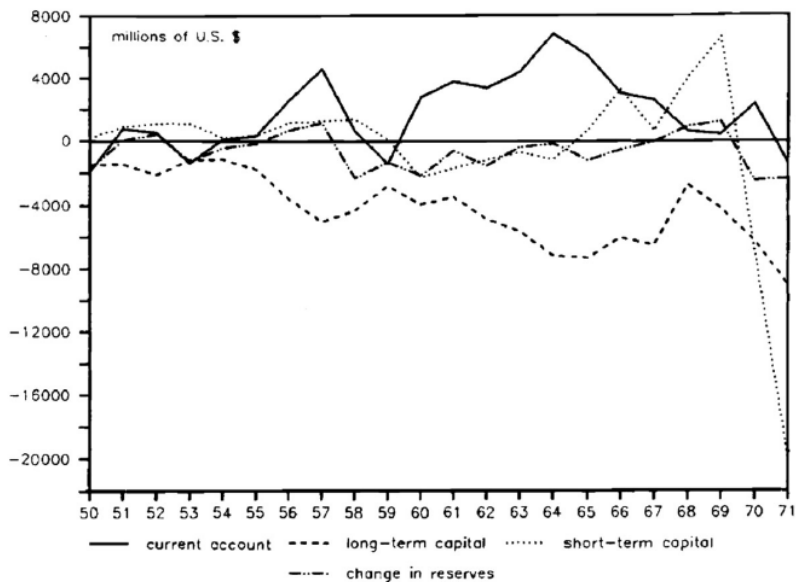


Fig. 3 Balance of Payments, United States, 1950–1971

【對於開發中國家的意涵】

意涵 1：靠自己的儲蓄發展投資，而不是借債投資。對於資本邊際報酬率較高的開發中國家而言，成為資金淨輸出國(經常帳盈餘)是不具效率的做法。然而，它可以避免國際資金急煞車(Sudden Stops)帶來的負面衝擊。

中國、台灣 versus 拉丁美洲的經驗

國際資金急煞車，可以用下列式子來解釋。

$$\text{經常帳} + \text{資本帳} = \text{外匯存底變動}$$

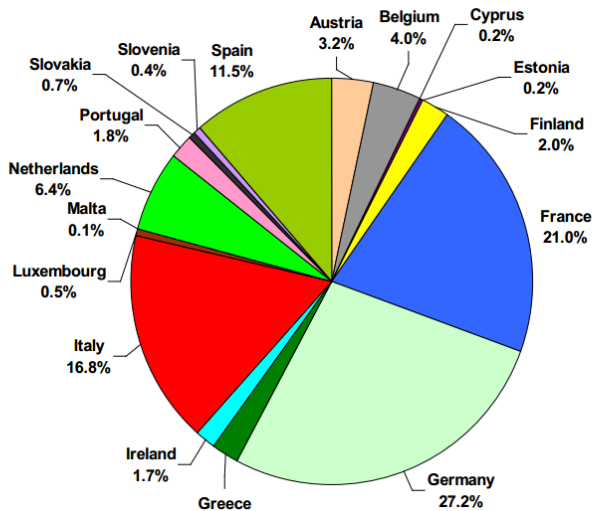
這個式子顯示國際收支的盈虧，最終會透過央行外匯存底的變化來吸收。若是資金流入逆轉變成流出，央行的外匯存底也將減少。若是央行外匯存底不足，面對資金流出時，勢必引發經常帳的調整。經常帳的調整，往往是透過出口與進口雙雙下跌，同時，進口的下跌幅度又遠大於出口。其背後隱含國內產出的下跌，或是缺乏資金進口中間原料，因此導致生產活動中斷。其結果，都是造成國內的經濟衰退。

Large Reversals in Net Private Capital Flows (as a percent of GDP)

國家與時期	資金淨反轉占 GDP 百分比	國家與時期	資金淨反轉占 GDP 百分比
阿根廷 1982-83	20	墨西哥 1981-83	12
阿根廷 1994-95	4	墨西哥 1993-95	6
智利 1981-83	7	菲律賓 1996-97	7
智利 1990-91	8	委內瑞拉 1992-94	9
厄瓜多 1995-96	19	南韓 1996-97	11
匈牙利 1995-96	7	泰國 1996-97	26
印尼 1996-97	5	土耳其 1993-94	10
馬來西亞 1993-94	15		

意涵 2：讓自己變得不可或缺。歐洲在戰後的復甦是全球經濟復甦的關鍵，所以美國願意提供馬歇爾計畫(美元外匯)幫助歐洲重建。希臘的經濟規模，重要性過低，也因此難以取得國際合作。

Detailed breakdown of Euro-area GDP (2011)



意涵 3：讓本國貨幣國際化。

Benjamin Cohen：經濟規模；金融市場深化、法治；政策穩定

事實上：China has become a pillar of the dollar standard (Ronald McKinnon)。



謝謝聆聽

【附錄】

圖形來源：依照圖形順序

<http://www.economicshelp.org/blog/6701/trade/importance-of-current-account-deficit/>

<https://tropicsofmeta.wordpress.com/2015/07/10/why-german-economic-thought-made-the-greek-crisis-inevitable/>

http://www.lewthwaitemusic.com/vintage~prints/punch~and~political~cartoons/7x10-punch-cartoon-1931-the-midden-of-gold-the-cock-that-crew-in-the-night_539962.html

<http://www.wsj.com/articles/SB10001424127887323494504578339633352555190>

<https://asiansecurityblog.wordpress.com/2012/06/16/more-on-abusing-americas-exorbitant-privilege-how-long-the-us-can-borrow-to-sustain-hegemony-up-to-a-100-debt-to-gdp-ratio/>

Bordo, Michael (2014), "Tales from the Bretton Woods"

Calvo, Guillermo A. and Carmen M. Reinhart (1999), "When Capital Inflows Come to a Sudden Stop: Consequences and Policy Options"

STANLIB

<https://emergingequity.org/2015/12/23/china-carefully-moving-to-displace-dollar/>