



2009 年美元走勢之探討與對台灣 經濟之影響

趙文志*

- | | |
|-------------------|----------------------|
| 壹、研究動機與目的 | 參、影響未來美元走勢之 |
| 貳、美元當前跌勢原因之探
討 | 中、長期因素 |
| | 肆、美元匯價變動對我國經
濟之影響 |

摘 要

美元匯率指數自 2009 年 3 月 9 日高點 86.0917 反轉走低，迄 2009 年 10 月 30 日止，貶值幅度已達 14%。預期，美元應不致再大幅貶值，而會呈現小幅震盪、或長期緩慢貶值的趨勢。原因如下：美國近幾年內將無法擺脫「雙赤字」的窘境；美國經濟預計將無法回到金融危機前的榮景；維持「弱勢美元」既能刺激出口，又能降低實際負債成本。至於這一波美元匯價的變動對我國經濟的影響並不大，因為新台幣與主要貿易對手國貨幣對美元匯率全面升值，而新台幣的升幅又相對穩定。

* 經建會經研處科員。本文承蒙匿名評審、朱教授美麗惠提意見，以及胡副主任委員仲英、洪處長瑞彬、朱副處長麗慧、吳專門委員家興費心指導，提供寶貴意見，至為感謝。惟本文內容若有任何謬誤，當屬筆者之責。

An Examination of the Recent US Dollar Trend and Its Effect on Taiwan's Economy

Wen-jyh Chao

Analyst

Economic Research Department, CEPD

Abstract

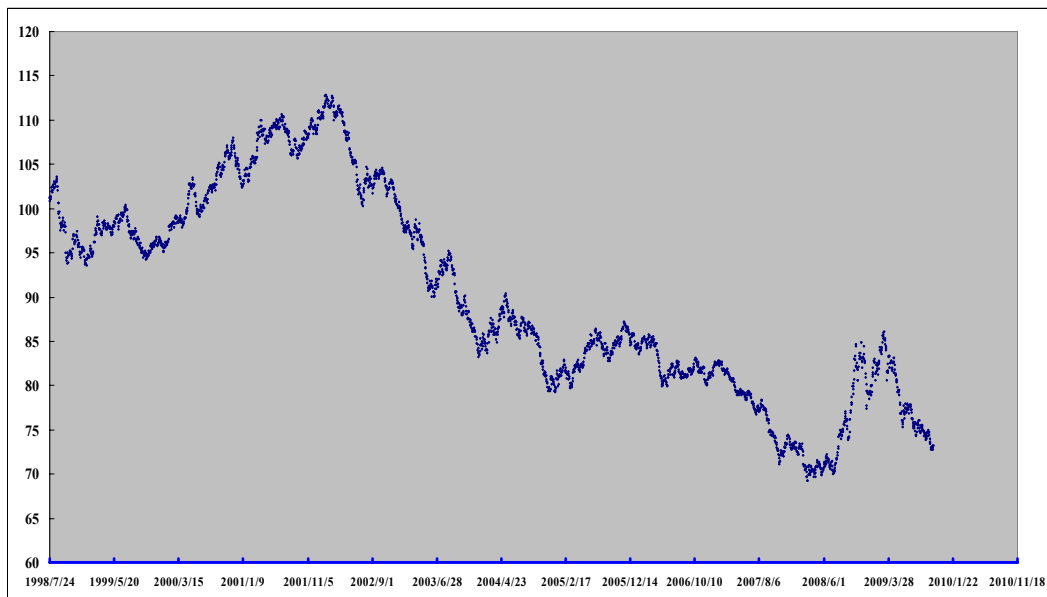
The Nominal Major Currencies Dollar Index, which tracks the exchange rate of the US dollar against major currencies, has fallen back since rising to a peak of 86.0917 on March 9, 2009, and at the date of this study had already dropped by 14 percent. However, in our judgment, the US dollar is unlikely to depreciate substantially in the foreseeable future, but rather should be expected to fluctuate moderately or settle into a long-term trend of slow depreciation. There are several reasons for this, as follows: (1) The US within the near term will not be able to cast off the difficulties created by the twin deficits; (2) the US economy is not expected to have any likelihood of returning to the booming conditions it enjoyed before the financial crisis; (3) the US government lacks incentive to adjust the dollar's downward trend, since a weak dollar can stimulate exports and reduce the real cost of debt. For Taiwan, changes in the exchange value of the US dollar have hitherto not had much effect on the domestic economy, since the currencies of Taiwan's main trade partners have also appreciated across the board, and NT dollar appreciation has been relatively stable. We expect that the central bank will continue to adhere to its basic stance of letting currency market supply and demand determine the exchange rate, but will intervene promptly and effectively when speculative activities cause the exchange rate to fluctuate excessively.



壹、研究動機與目的

在 2009 年第三季，除了英鎊之外的其他主要貨幣對美元都有非常搶眼的表現；換句話說，美元的走勢只能用「屢破新低」來加以形容。美元到底貶值的幅度有多大？如果依據名目主要貨幣美元匯率指數(Nominal Major Currencies Dollar Index)¹來觀察美元走勢，該指數自 2009 年 3 月 9 日高點 86.0917 反轉走低迄今，以 10 月 30 日的結算點 74.0904 計算，在短短 8 個月內，美元貶值幅度已達 14%。

圖 1 名目主要貨幣美元匯率指數趨勢



資料來源：美國聯準會。

¹ 名目主要貨幣美元匯率指數每個月由美國聯準會編製並公布，這是美元對 7 個主要貨幣（歐元、加幣、日圓、英鎊、瑞士法郎、澳幣和瑞典克朗）匯價的加權平均，被認為是金融市場對美元看法的溫度計。該指數以 100 為基準，下跌時表示美元貶值，反之則代表美元升值。

美元這一波跌勢實際上可回溯自 2002 年 3 月，特別是自 2007 年 2 月開始，美元指數更呈現快速下跌的趨勢，終於在 2008 年 4 月 22 日，跌至 72.329 點，是 1971 年美元與黃金脫鈎以來的新低點。經歷 2008 年 9 月至 2009 年 3 月間短暫的反彈後，卻又急轉直下，成為美元近幾年來表現相當糟糕的一段走勢，其中造成當前跌勢的各種因素為何，相當值得探討，並可作為預測美元未來走勢的基礎。

貳、美元當前跌勢原因之探討

美元匯價走弱的短期因素，包括「避險」、「套利交易」與「市場預期」等三項，茲說明如下：

一、避險

由於美國被視為債信最好，不可能違約，因此在金融危機時美國國債成為風險厭惡投資者的首選，也因此景氣開始復甦後對美元產生貶值的壓力。

第一個影響美元近期走勢的因素是避險。2008 年 9 月 15 日雷曼兄弟宣布破產後，市場上厭惡風險的情緒驟然升高，投資者開始購買相對低風險的美元資產，特別是美國國債。由此，美元在強大需求支撐下開始節節攀升，出現一波強勢反彈，這個現象一直持續到 2009 年 3 月份。²

² 美元在 2008 年 9 月至 2009 年 3 月這一段期間走強的另一個原因是：由於金融危機引發的信用緊縮(credit crunch)，使得美國的金融業及汽車產業等非金融業的廠商，紛紛處理國外資產，以將現金匯回國內以資運用。

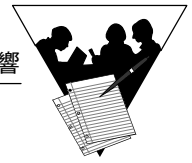
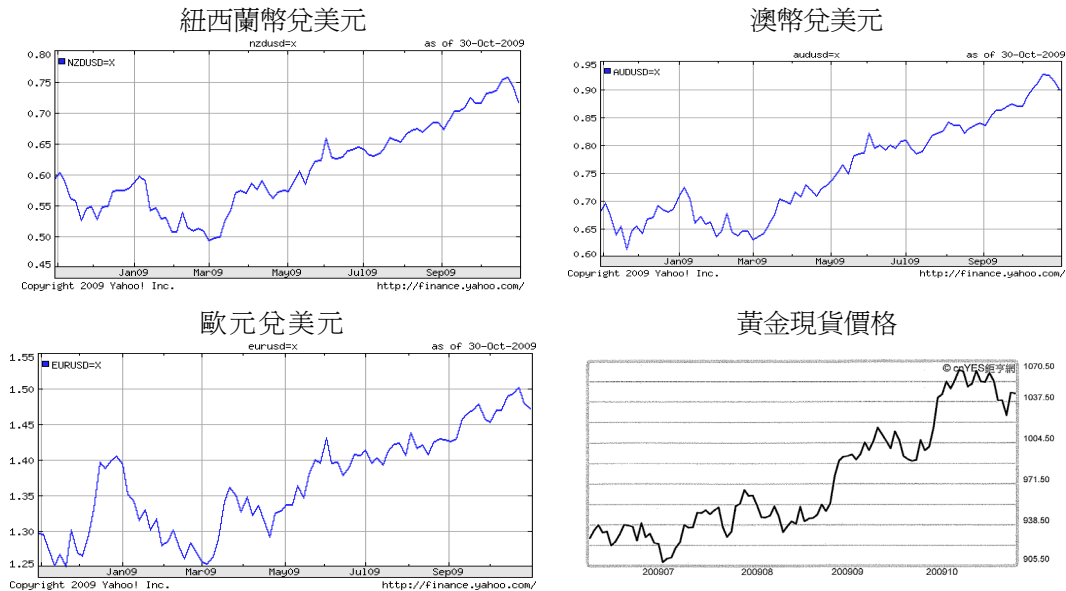


圖 2 美元兌主要貨幣匯率暨黃金現貨價格趨勢



資料來源：Yahoo.com 與鉅亨網。

然而，同樣也是基於避險因素，3 月份以降，美元逐漸受到貶值的壓力，主要是因為投資者開始願意承擔更大風險；各國陸續公布的經濟數據大多較預期強勁，促使投資者相信景氣衰退已經觸底，而對於低通貨膨脹的預期，亦表示各國央行可以繼續維持利率近歷史低位，讓景氣復甦的力道可以進一步增強。於是，投資者紛紛減少美元資產的持有，轉持黃金、商品期貨及其他高息貨幣等高風險資產。由圖 2 可以清楚看到，在過去一年裡，黃金的現貨價格不斷在攀升；紐西蘭幣及澳幣兌美元急升，最高分別來到 0.757 及 0.927 附近；歐元兌美元也不斷上升，最高曾來到 1.503 左右。一直要到 10 月底，各個外匯市場才開始有回調整理的現象。

二、套利交易

美元近期取代日圓，成為套利交易中的低息貨幣。當套利交易建倉時，因為是買入高息貨幣，賣出低息貨幣，因此高息貨幣就會走強，低息貨幣就會走弱，反之亦然。

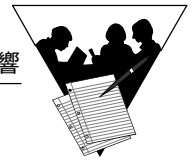
第二個因素是套利交易(Carry Trade)。套利交易指的是，借入低息貨幣，然後買入高息貨幣資產，以賺取息差。在過去，日圓即為套利交易最為典型低息貨幣的例子，許多套利交易者選擇借入低息的日圓並買入高息貨幣如紐幣、歐元等，造成日圓的持續貶值。

雖然金融危機使得全球貨幣市場均進入接近零利率的環境，似乎並沒有套利空間。但是，基於下列兩個理由，美元開始取代日圓成為套利交易的低息貨幣：

1. 美元利息實際上已較日圓為低：若以倫敦同業拆借利率(Libor)來衡量貨幣的利息成本，截至2009年10月30日為止，3月期美元 Libor 為 0.28063%，而日圓 Libor 則為 0.32563%，美元利息成本仍低於日圓。(參見圖 3)
2. 美元的流動性原本就比日圓為高：美元作為在全球流通範圍最廣的貨幣，其流動性原來就比日圓要高，再加上很多其他貨幣都是以美元報價或以美元為基準，對投資者來說，在同樣接近零利率的情況下，美元是更好的借入貨幣選擇。

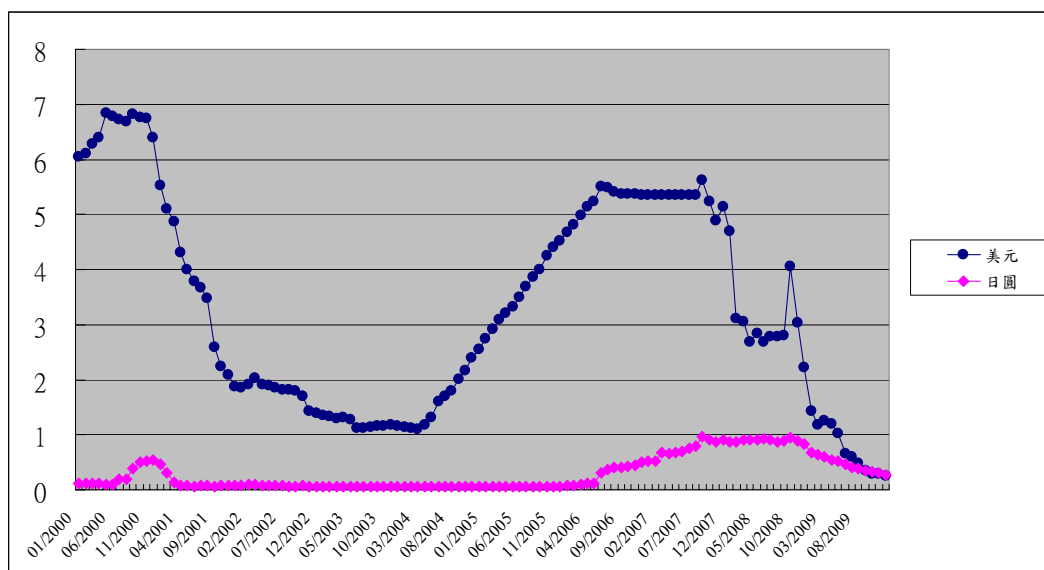
因此，許多套利交易者改為借入流通量更大的美元，用以購入其他高息貨幣來進行套利交易，造成美元持續走弱。

不過，也有人認為，由於借入貨幣升值將對套利交易造成損



失，因此，交易者只有在預期美元將貶值的情況下，才會大量借入美元；換句話說，貶值是因，成為借入貨幣是果，而前述的說法純粹是倒因為果。但無論如何，以美元為主要借入貨幣的套利交易，會讓美元在外匯市場上處於更疲弱的地位，是無庸置疑的。

圖 3 3 月期美元與日圓倫敦同業拆借利率 (%)



資料來源：TradingEconomics.com.

三、市場預期

近期市場對美國聯準會升息預期下降，因此為美元帶來貶值的壓力。

第三個因素是市場預期。市場上投資人各式各樣的預期，也會影響到一國外匯的升跌；有時候，影響力甚至還高過經濟因素。例如，在全球貨幣市場均進入零利率環境的情況下，率先加息的預期勢必將影響匯率。由於 2009 年以來一直沒有出現通貨膨脹的

徵兆(除 2 月美國消費者物價指數的變動率為正外，其餘各月均為負值)，再加上 2009 年 9 月初 G20 財長會議強調仍應持續維持寬鬆的貨幣政策，市場對美聯儲升息預期下降，因此更加深了美元的跌勢。

小結：

由這些短期因素來觀察，我們認為美元指數近來迭創新低，是因為投資者信心恢復，主動降低美元資產的持有。但也因此，若僅就短期而言，只要投資人對其他資產的需求減弱，美元就有可能轉強。例如：

1. 當其他資產價格升高到某一程度後，風險也將隨之升高，而當風險高到投資者不願承擔的水準時，自然會反過來調整一部分至美元資產。譬如說，目前流入東亞各國的「熱錢」，使得許多學者專家紛紛提出資產泡沫化的警告，一旦對資產泡沫破滅的憂慮開始成形，美國國債或許又將成為投資人的避險選擇。
2. 儘管多數人都認定經濟最壞的局勢已經過去，但仍然有些人憂慮這波景氣回溫只是庫存回補所致，接下來的經濟數據能否證實這個觀點，將是投資人觀測的焦點。一旦全球經濟不幸呈現 W 型反轉，市場上風險厭惡情緒將會隨之升高。
3. 若美元開始升值或形成美元即將升值的預期(例如，基於前兩項原因)，即使美元的利息成本仍然處於相對低點，以美元為主要借入貨幣的套利交易模式，都將因為無法獲利(利差被換匯損失所抵消)而瓦解，自然也就再無法對美元造成貶值的壓力。

反過來說，一旦經濟數據顯示復甦力道強勁、持穩，投資人就要開始為未來的升息作準備，而那一個國家將率先升息的問



題，預計即將成為投資大眾的討論焦點。如果全球經濟穩定復甦，而美國聯準會因為某些原因，繼續保持接近於零的低利率政策，那麼美元匯價將有繼續向下探底的可能。

然而，對美元未來走勢的判斷，僅僅分析短期因素是不夠的。因此，以下我們將探討影響美元走勢的中、長期因素。

參、影響未來美元走勢之中、長期因素

影響未來美元走勢的中、長期因素，包括「國際收支」、「美國經濟前景」、「美元的國際貨幣地位」與「國際政治局勢」等四項，茲說明如下：

一、國際收支

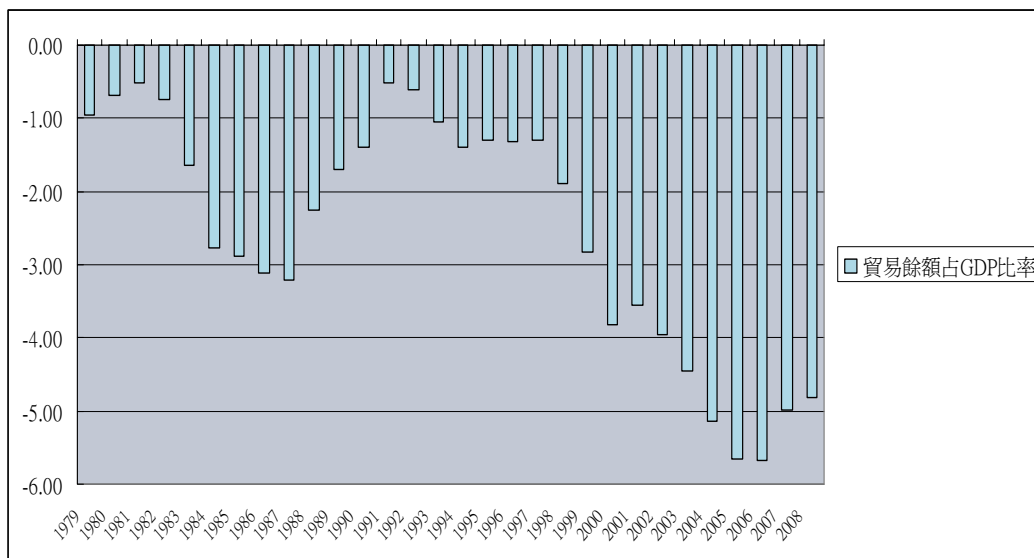
依據國際經濟學中的匯率理論，當一國發生貿易順差時，外幣供給大於需求，該國貨幣將會升值；相反地，發生貿易逆差時，外幣需求大於供給，該國貨幣將會貶值。

從美元指數的歷史趨勢來看，美國鉅額的貿易逆差(參見圖4)，應可解釋為什麼美元指數在2002年至2008年間持續下跌。不過事實上，自1992年以來，美國的貿易逆差就開始呈現擴大的趨勢，只是在2002年之後變本加厲而已，那為什麼儘管美國貿易逆差從1992年至2002年逐步擴大，但是美元指數在這段期間內卻不跌反漲(即美元持續升值)？

造成這個現象的可能原因，有以下兩點：³

³ 鉅亨網(2009)。

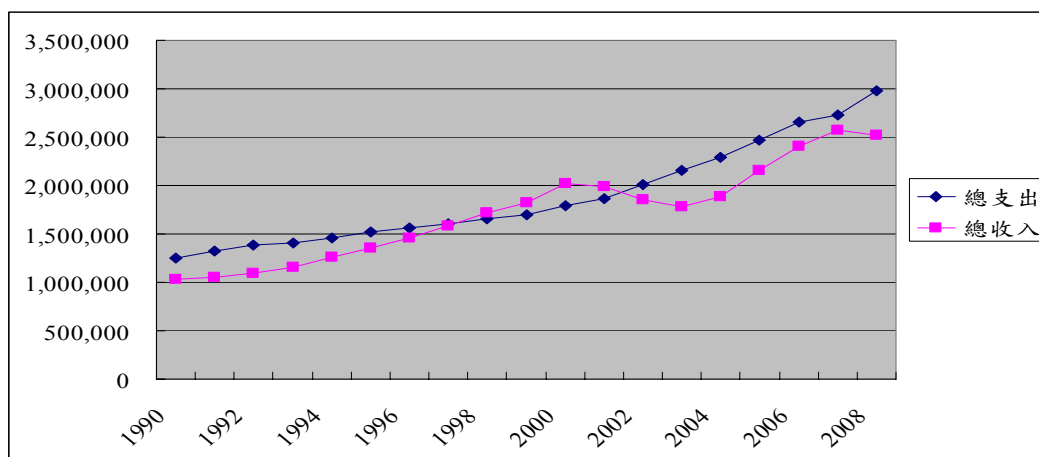
圖 4 美國貿易餘額(商品暨服務)占 GDP 的比率(%)



資料來源：Global Insight (GI).

1. 因為在 1996 年至 2001 年間，美國政府的財政多呈現盈餘、或小幅赤字的状态(參見圖 5)，美元通貨膨脹的壓力與預期都不高(參見圖 6)；

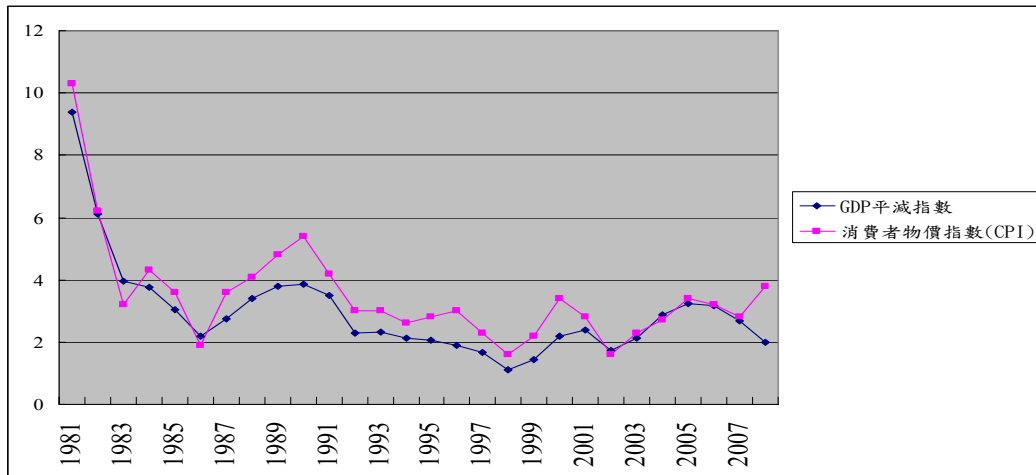
圖 5 美國財政政策(百萬美元)



資料來源：UsGovernmentSpending.com.



圖 6 美國通貨膨脹率(%，與上年度平均值比較)



資料來源：IMF.

2. 在這段期間內，美國產業的生產力及獲利能力，表現都優於世界上許多國家，使得外國投資者被美元資產的投資報酬率吸引而大量購買，因此在資本帳下，美國呈現大幅順差，抵銷經常帳逆差的負面影響。

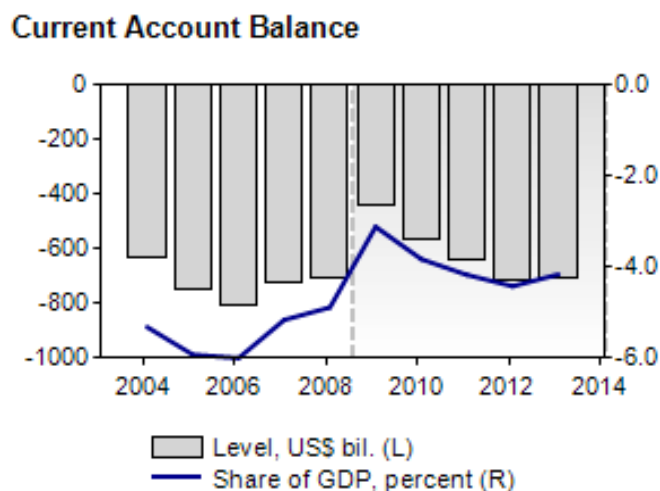
然而在 2002 年之後，美國不只面對貿易逆差加劇，政府財政也因科技泡沫與戰爭費用支出的增加(參見圖 5)，赤字逐步擴大。「雙赤字」—經常帳赤字與財政赤字—現象為美元帶來兩個主要的影響。首先，財政赤字引發通貨膨脹的壓力與預期，不利於美元。其次，為維持其「高消費、高負債」的經濟體系，美國有大量發行美元以降低實際負債成本(即債務的實質購買力)的誘因，進而造成美元貶值。

全球金融危機的發生，使得美國財政赤字的情況，更加惡化。截至 2009 年 9 月份為止，美國財政赤字總額達到 1.417 兆美元，是 2008 年總額的 3 倍，同時，財政赤字占 GDP 之比率為 10%，

也創下自二戰以來的紀錄。根據全球透視機構(Global Insight, GI)的評估，刺激景氣方案、金融援助成本與經濟衰退等因素，將使得美國 2009 年的財政赤字達到 1.56 兆美元，2010 年雖稍有緩減，但仍達 1.32 兆美元。

另外，根據 GI 的預估，美國經常帳逆差在 2009 年將減少約三分之一(從 7,060 億美元降為 4,460 億美元)，未來美國經常帳赤字將比 2009 年稍有增加，但不致於回到金融危機前的水準。(參見圖 7)

圖 7 美國經常帳餘額暨占 GDP 比率(十億美元；%)



註：圖中曲線為美國歷年經常帳餘額占 GDP 比率。
資料來源：Global Insight (GI) Country Report: USA.

因此，若單以國際收支來判斷美元未來中、長期的走勢，我們知道美元將面對持續走弱的壓力，因為預期未來幾年美國仍將維持龐大的貿易逆差。



二、美國經濟前景

長期而言，一國貨幣匯率的變動也與該國實質生產活動相關，以下將就「經濟成長」、「勞動生產力」與「就業率」等三個重要實質經濟變數與匯率之間的關係，分別進行討論。

(一) 經濟成長

傳統的國際貿易理論認為，兩國的勞動生產力的差距將決定兩國貿易財與非貿易財相對價格的差異，而經歷經濟快速成長的國家必然伴隨著實質匯率的升值。以圖 8 為例，我們可以發現，美國相對於歐元區高的經濟成長率預期，明顯伴隨著美元對歐元的升值。

圖 8 美元對歐元匯率與經濟成長率差異的比較



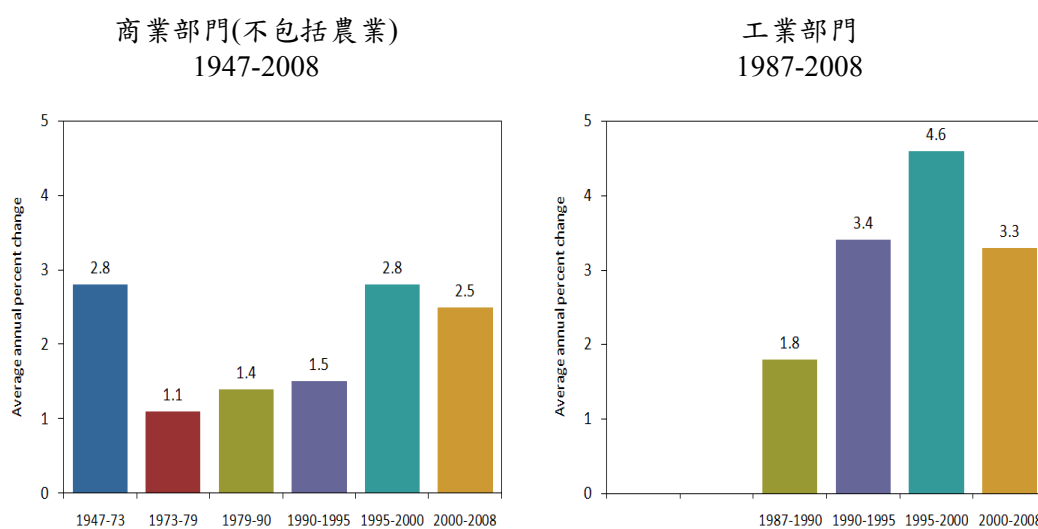
資料來源：Corsetti(2004).

(二) 勞動生產力

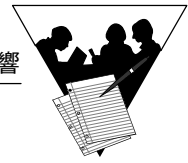
當一國勞動生產力增加時，該國貨幣將傾向於升值。勞動生產力的提高，不僅代表產出增加，也意謂生產成本的降低與產品競爭力的提升，有益於該國的出口。同時，生產力增加可能導致更進一步的分工專業化，而提升產品品質，因此出口數量的增加並不一定需要以降價為代價。另外，本國廠商因生產力增加而提升獲利能力，也能吸引外國投資者進行投資。因此，外幣的供給將大於需求，進而造成本國貨幣升值。

我們發現，勞動生產力因素比從套利交易還是國際收支的角度，更能合理解釋 1995 年至 2002 年的美元持續走強的現象。美國在 1995 至 2000 年間，非農業商業部門的長期勞動生產力平均增加率達到 2.8%，是過去五十幾年來最快的增加幅度；工業部門更高達 4.6%。(參見圖 9)

圖 9 美國勞動生產力變動(%)



資料來源：United States Department of Labor.

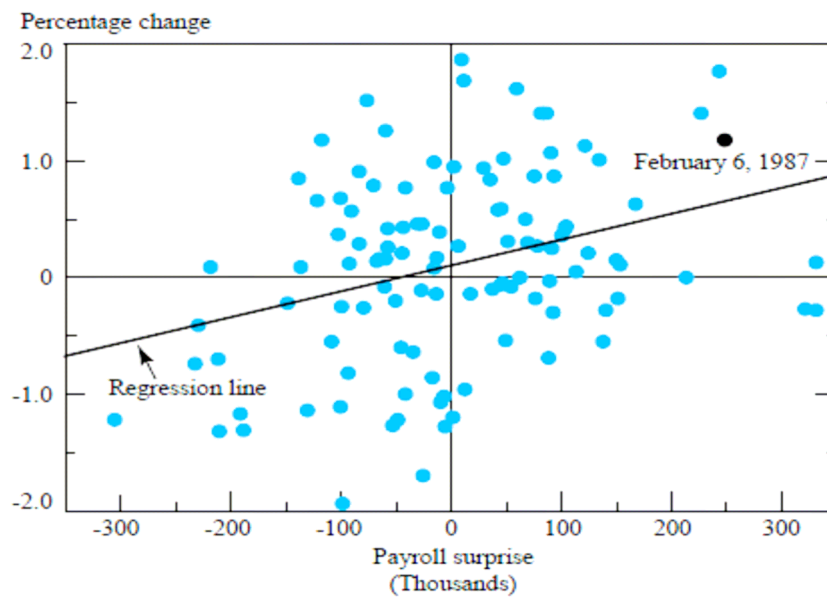


(三) 就業率

至於一國失業率與實質匯率的關係，我們可由圖 10 來觀察。

在圖 10 中，預期之外的就業增加對美元匯率的影響為正。為什麼當一國就業率比預期好時，該國匯率將傾向於升值？可能的解釋是，當就業率升高時，通常意味著企業獲利前景看好，以及投資意願增加，因此相關生產要素的實質價格將因此而上漲，進而吸引外資進入，增加外匯的供給，造成本國貨幣升值。

圖 10 預期之外的就業增加對美元匯率的影響



註：縱軸衡量的為美元對德國、日本、英國、法國、義大利與加拿大等六個國家的貨幣匯率的變動率(%)；橫軸衡量的為市場預測的就業人口數量與美國勞工部公布的實際業人口數量之間的差距(千人)。
資料來源：Harris and Zabka(1995).

由上可知，美國的經濟前景將對美元匯價的中、長期走勢造成影響。目前，各項數據確實顯示美國經濟衰退已經觸底，然而，

投資者更加關注的是，相對其他工業化國家，美國的經濟復甦到底能有多快？

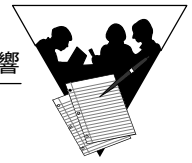
國際貨幣基金(International Monetary Fund, IMF)於 2009 年 10 月 1 日公布最新的世界經濟展望(World Economic Outlook)報告，並在報告中將美國 2010 年經濟成長率的預測，從 7 月份的 0.8%，上修至 1.5%，但這數字不只低於 2010 年全球經濟成長率的預估值(3.1%)，也低於 1998 年至 2007 年美國經濟成長率的平均值(2.7%)。而根據 GI 的評估，因為戰後嬰兒潮那一代美國人的逐漸退休，以及越來越緩慢的勞動力成長，美國未來長期經濟成長率將會維持在比金融危機發生前低的水準。雖然未來美國潛在產出(potential output)的增長，因為企業固定資本投資與研究發展費用的增加，短期內不致受到太大的影響，但長期而言仍然會逐漸減緩。

在對就業的預期上，美國聯準會前主席葛林斯潘日前指出，目前雖有許多跡象顯示美國經濟開始復甦，但不代表失業率就會下降。美國 2009 年 9 月份失業率飆上 9.8% 的 26 年來新高，失業人口已超過 1,500 萬，失業率很快將跨過 10% 大關，並且會在高點停留一段時間後，才可能下探。IMF 也預測，2010 年美國失業率將攀升至 10.1%。

因此，美國經濟前景因素對美元中、長期走勢的影響，偏向負面；偏低的經濟成長率、減緩勞動生產力的增幅與偏高的失業率，都將對美元匯價持續造成向下調整的壓力。

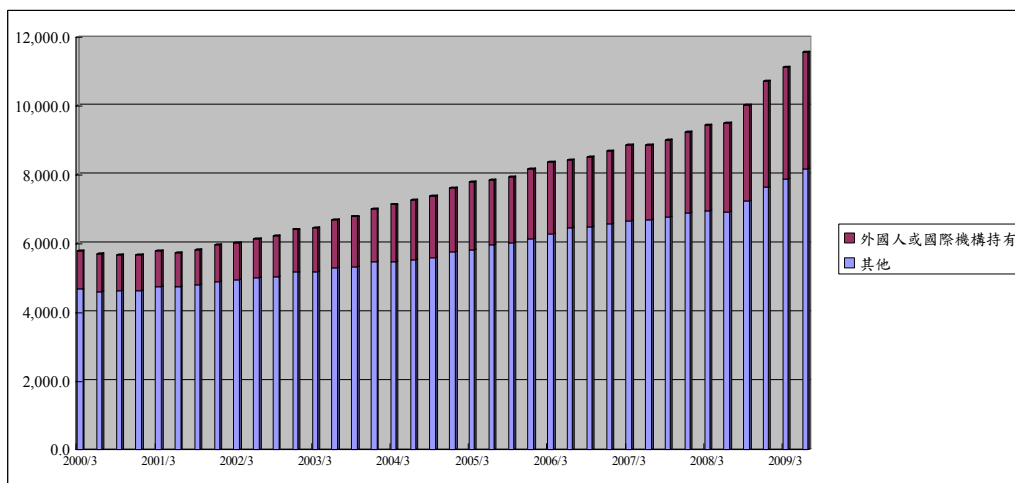
三、美元的國際貨幣地位

超過半個世紀以來，美國人在全球經濟中享有一項特權：美



元一直都是世界的強勢貨幣，幾乎所有交易的交易媒介都是它，也是包括中國大陸、日本與沙烏地阿拉伯等許多國家價值儲藏的標的。因此，不管發生什麼事，例如金融危機或者是軍事衝突，美國人仍然可以預期大量的資金會湧進美國國內。對美國政府債券幾乎是無止境的需求(參見圖 11)，也一直在支撐著美元的價值，並使國內利率維持在相當低的水準。由於外國人總是可以提供美國人必要的資金，因此他們在負債累累的情況下，依然可以毫無顧忌、盡情地消費，而這樣肆無忌憚的消費竟然還成為世界經濟的成長引擎。

圖 11 美國政府證券的持有者分布狀況(十億美元)

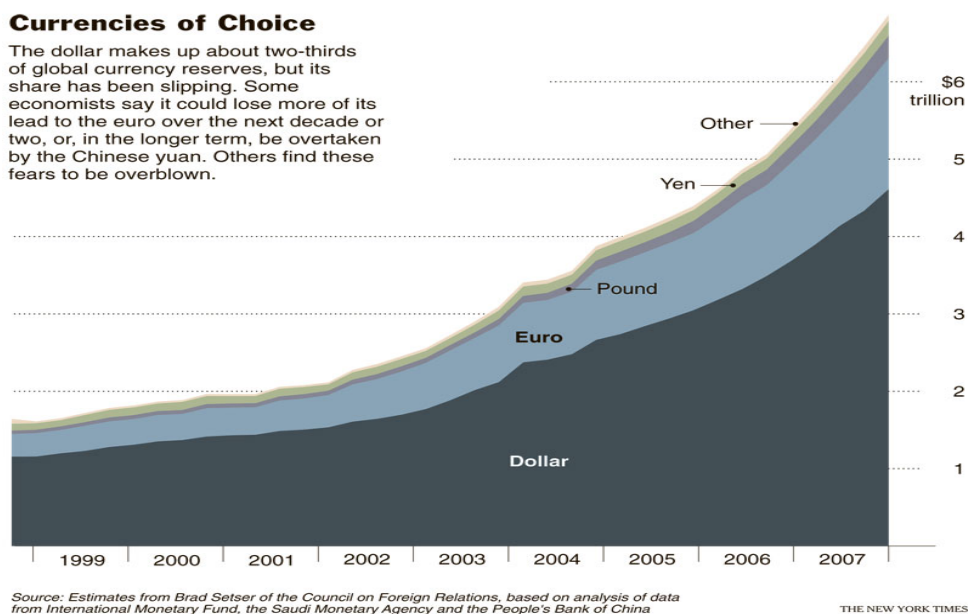


資料來源：United States Department of the Treasury.

不過，在許多人的眼中，讓美元扮演國際儲備貨幣的角色，本質上即會導致經濟的不穩定，並引發各種危險後果。實際上，隨著美元自 2002 年來之一路走貶，其地位已有所衰退。美國在此次金融危機中信譽掃地，更導致人們開始質疑是不是應該對目前以美元為主的國際貨幣體制有所變革。

當然，有很多理由同樣讓人們對美元國際儲備貨幣地位即將動搖這樣的說法，抱持著懷疑的態度，但越來越多人開始察覺到市場對美元信心的一些細微轉變。俄羅斯已經在分散它外匯的持有，將更多的比重放在日漸重要的歐元上。也有跡象顯示，中東各個產油國開始偏好其他的貨幣。市場也預期中國大陸將會減少它對美元的持有。幾年前，用其他貨幣來取代美元的建議，會被認為是荒誕不稽的玩笑。今日，某些經濟學家認為十年或廿年內，歐元將分享美元做為國際關鍵貨幣的利益(參見圖 12)；甚至在更長遠的來看，美元將會被人民幣所取代。不過，在圖 12 中，美元占總國際儲備的比例緩慢下降的原因，可能並不是完全反映各國央行主動地在減少美元的持有，因為美元對許多貨幣相對貶值，也會使美元的總價值對所有貨幣的比率下降。總而言之，美元的國際地位即使最終將被取代，轉變的過程也可能相當地漫長。

圖 12 主要國際貨幣占總國際儲備比例



資料來源：New York Times(2008).



美國政府的負債管理，是影響上述轉變過程的一個重要變數。如果美國能將財政赤字控制在一個合理範圍內，我們預期美元將可繼續保有其國際關鍵貨幣地位，或延長其他貨幣取代它的時間。相反地，如果投資者對美國政府控制能力的信心產生動搖，那麼市場上就可能出現大量拋售美元的情況，而對美元產生巨大的貶值壓力。

四、國際政治局勢

國際政治角力的結果也將對美元走勢造成一定的影響。

首先，美國雖然從來沒有承認美元貶值的好處，但是目前美元貶值確實符合美國利益，既刺激出口又可降低實際債務負擔。而且，美國政府因刺激景氣方案與對金融援助計畫，在市場上注入的大量資金，實際上也對美元造成龐大的貶值壓力。不過，美元走貶雖可提振美國出口，卻削弱其他出口國家的經濟復甦力道，這種「以鄰為壑」的手段，並不可能長久使用而不招受怨懟或報復。另一方面，儘管美國希望美元持續走弱，但絕對不希望任何加速美元喪失其全球貨幣霸主地位的情況出現，因此不會放手讓美元大跌。

其次，因為美元是國際強勢貨幣，它也成為外國政治家轉移國內民眾對經濟現狀不滿的最好目標，這也就是為什麼我們看到在美元走弱的過程中，出現越來越多要世界各國「放棄美元」呼聲的原因之一。不過事實上，正因為美元是世界最重要資本市場的貨幣，避免美元崩盤才符合世界多數國家的利益；美元大跌對全球—特別是亞洲和歐洲—經濟及金融的負面影響，可能甚於對美國本身。因此，各國中央銀行在投資者畏縮不前的情況下進行干預，成為美元的「最終買家」並不是件讓人意外的事。更何況，目前根本沒有可以取代美元做為國際儲備與價值儲藏的其他選擇。

瑞士銀行(UBS)外匯交易策略部執行董事莫希烏丁(Mansoor Mohi-uddin)日前即投書金融時報(Financial Times)警告，若美元匯率大幅貶值將重創全球經濟。七大工業國(G7)應該一起撐住美元匯率來預防金融危機。因為G7的利率水準已極低、再加上財政赤字擴大，當美元暴跌時，各國將陷入無力抑制本國貨幣兌美元突然大幅升值的窘境；更嚴重的是掉入流動性陷阱裡，共同體驗日本過去在1990年代「失落十年」通貨緊縮的惡夢。

七國集團(G7)財長2009年10月3日在土耳其伊斯坦堡的會議結束後也發布聲明表示，匯率不規則的波動與過大的波動幅度，將對全球經濟和財政穩定產生負面衝擊。他們認為，美元大幅貶值將是現階段全球經濟最不想面對的情況之一，並遊說中國大陸政府讓人民幣升值，以幫忙抵銷美元的貶勢，因為世界各國都在試圖從第二次世界大戰以來最嚴重經濟衰退中復甦。

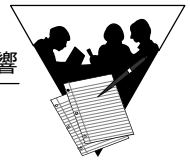
因此，以國際政治情勢來觀察美元的中、長期走勢，我們認為美元即使呈現趨勢性上漲的機率不大，同樣也很難有大跌的情況出現。

小結：

在討論影響美元匯率的各項因素之後，我們對美元匯價的未來走勢有下列幾項觀察與結論，茲說明如下：

1. 美國作為世界第一大經濟體有其特殊性，而這特殊性也影響著美元的匯價

如果美國是其他國家，這次的金融危機一定會造成恐慌，並對華府造成更嚴峻的考驗；負債劇增，貿易赤字每年超過7,000億美元，政府將被迫減少支出並提高利率，發狂似的企圖吸引外資。



但是，美國並不是其他國家。儘管美國存在著許多問題，由投資大眾仍然將美元資產視為避險標的的情況看來，它仍然是一個投資的好地方，因此使得它非常容易吸引資金。美國龐大的經濟根底與軍事實力，仍將持續維繫著市場對於美國在沒有清償債務前不會破產的信心。

2. 美元作為國際關鍵貨幣的地位或許正在動搖，但目前仍然沒有可以取代它的貨幣

許多經濟學者認為，目前對於美元末日的討論是過度誇大的。然而，人們在觀念與態度上，確實已漸漸朝著這個方向轉變。只不過，真正要見到改變的結果，可能要還要花上數十年的時間。而且，持有大量美元資產的各國，也不會樂見美元驟然失去其國際儲備地位。

雖然，美元名義上並非國際性統一的貨幣，但在國際貨幣體系裡，實際上一直在扮演這樣的角色。有人認為，我們或許可以把 IMF 所創造的特別提款權(special drawing right, SDR)視為名符其實國際性貨幣的開端，並用 SDR 來取代美元。不過，SDR 目前僅在相當有限的範圍內，用於 IMF 與其成員國之間的支付，而 SDR 的規模相較於全球的國際儲備仍猶如九牛一毛。如果再考慮到美元本身就是 SDR 的構成貨幣之一，也是很多貨幣釘住的基準，目前看來，SDR 還不太可能取代美元成為國際貨幣體系的主要貨幣。歐元是另一個最近常被提及的選擇，不過，雖然歐元的重要性逐漸增加，但在經濟規模、流動性與被信賴程度上，仍不及美元。至於目前仍無法自由買賣的人民幣，更不具備取代美元的條件。⁴

⁴ 洪財隆(2009)。

總而言之，美國經濟雖然遭受金融危機的重創，但美國仍是世界最大的經濟體，美元仍是國際金融體系中最重要貨幣，目前尚無其他貨幣可以加以取代。

3. 美元匯價應該會在目前的水準附近上下小幅振盪，或者長期呈現緩慢貶值的趨勢

長期而言，一國貨幣是否能在國際貨幣市場上獲得強勢地位，取決於該國經濟活動的強弱與經濟前景。因此，美元未來的走勢，將與美國經濟之盛衰有著明顯的關聯性。

我們判斷，由於美國經濟預計將無法回到金融危機前的榮景，在近幾年內也沒有辦法擺脫「雙赤字」的拖累，除非全球經濟復甦受到阻撓，否則以名目主要貨幣美元匯率指數來衡量的美元匯價，應該會在目前的水準附近上下小幅振盪，或者長期呈現緩慢貶值的趨勢。美元呈現長期升值趨勢的可能性很小，至於出現大幅貶值的狀況，由於這將損及世界上大多數國家的利益，應可排除。

肆、美元匯價變動對我國經濟之影響

一、新台幣對美元匯率之近期發展

回顧 2009 年以來新台幣匯率走勢，可以發現呈現先貶後升的趨勢，與美元指數的變動完全相反但相當契合(參見圖 13)。2009 年年初因美元走強，新台幣對美元不斷貶值；3 月 2 日更一度因韓元重貶的比價效應，帶動新台幣當天貶值 2.24 角，收 35.174 元，新台幣匯價創 22 年來新低。



隨後，在美元走弱、外資匯入的影響下，新台幣對美元匯價不斷攀升，10月初以後，在央行開始明顯表示不歡迎國際熱錢，並採取行動抑制投機行為後，外匯市場回歸到實質性的拋補，使得新台幣對美元貶值。新台幣對美元 10 月 30 日收盤匯率為 32.535，較 3 月 2 日升值 7.503%。2009 年 10 月的平均匯率為 32.330 元，較上月(32.588 元)升值 0.792%，較 2008 年同月平均匯率(32.689 元)升值 1.098%。

圖 13 新台幣兌美元匯率



資料來源：Yahoo.com.

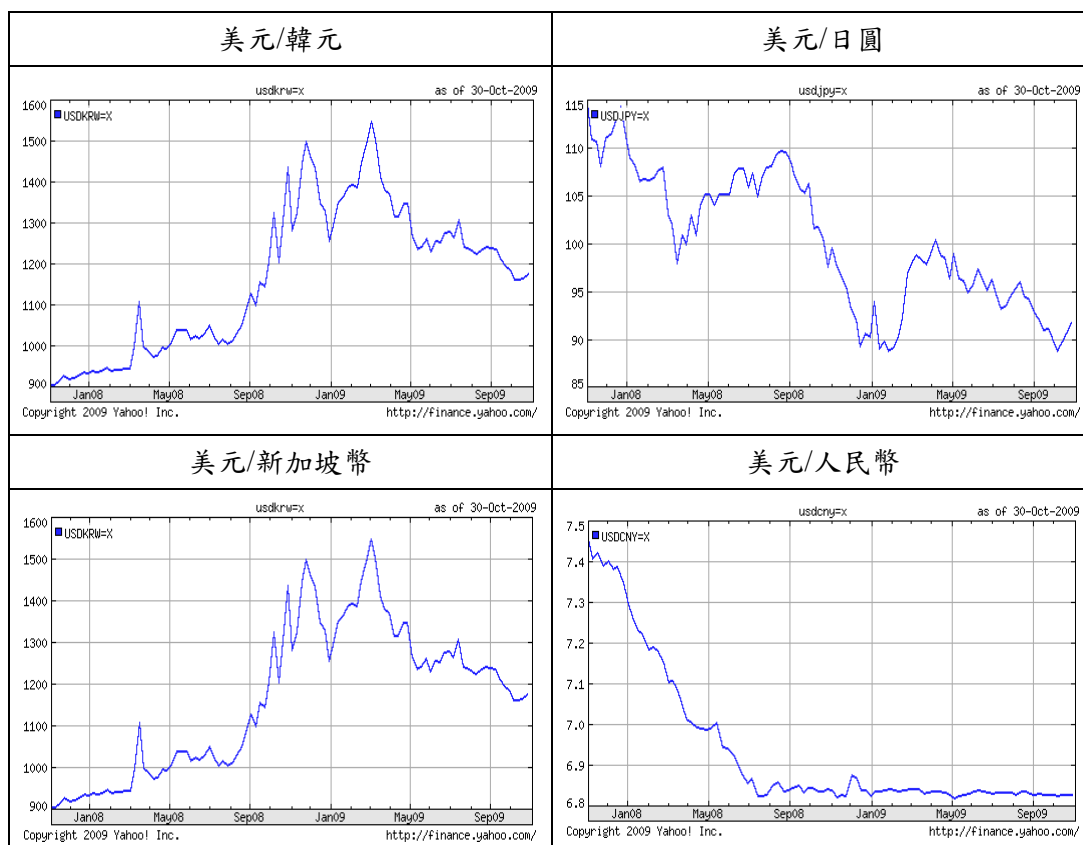
二、主要貿易對手國家對美元匯率變動情形

(一) 近期我國主要貿易對手國家貨幣對美元匯率由競貶轉而走升

自 2008 年 9 月中旬至 2009 年 3 月 2 日間，美元對人民幣、

日圓走貶，對韓元與新加坡幣則呈現走升的現象。惟近期全球經濟衰退已經結束，並轉趨復甦，除暫時紓緩市場恐慌心理而降低美元避險需求外，亞洲各國領先歐美國家率先呈現復甦，而加速國際美元熱錢流入，使得美元幣值自 2009 年 3 月 2 日開始，相對於我國暨各主要貿易對手國通貨都呈現走貶趨勢，直到 10 月中旬，才開始出現回調整理的現象(參見圖 14)。其中，韓元最大，升幅達 24.709%；新加坡居次，為 10.027%；新台幣第三，為 7.503%；日圓升幅為 6.323%(參見表 2)。

圖 14 我國主要貿易對手國家貨幣對美元匯率走勢



資料來源：同圖 13。

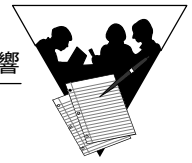


表 2 近期我國與主要貿易對手通貨對美元之匯率

	新台幣	人民幣	日圓	韓元	新加坡幣
2008.9.15 (1)	32.039	6.845	104.88	1109.1	1.4305
2009.3.2 (2)	35.174	6.8458	97.26	1570.7	1.5528
2009.8.31 (3)	32.923	6.8311	92.77	1250.2	1.4426
2009.9.30 (4)	32.2	6.826	89.75	1178.1	1.4143
2009.10.30 (5)	32.535	6.8279	91.11	1182.6	1.3971
(2)較(1)變動%	-9.785	-0.0117	7.265	-41.619	-8.549
(5)較(2)變動%	7.503	0.261	6.323	24.709	10.027
(5)較(3)變動%	1.179	0.047	1.789	5.407	3.154
(5)較(4)變動%	-1.040	-0.028	-1.515	-0.382	1.216

註：變動率若為正值，表示該貨幣對美元升值；若為負值，則表示該貨幣對美元貶值。
資料來源：我國中央銀行。

(二) 新台幣匯率變動幅度相對穩定

在我國央行維持新台幣匯率動態穩定的情況下，新台幣匯率變動幅度於美元前一波升值過程中，僅略大於新加坡幣與日圓，遠小於韓元；至於近日的升幅，則小於韓元及新加坡幣，僅略大於日圓，呈現相對穩定。

三、新台幣升值對我國經濟的影響

(一) 對於出口競爭力與未來經濟成長的負面衝擊有限

- 一 我國在全球金融海嘯後，整體出口衰退情況相較於亞洲其他國家衰退幅度較大且復甦時程較晚的主因是，我國出口集中於中國大陸、美國與歐盟等少數地區，且出口出長主要是靠少數產業(如 Dram 產業與 LCD 面板產業)所帶動，而不是因為主要貿易競爭對手國貨幣大幅貶值的結果。

- 近期我國及各主要貿易對手國家貨幣對美元都呈現走升趨勢，新台幣這一波的升幅更較韓元、日圓及新加坡幣等貨幣和緩，與2008年9月15日雷曼兄弟破產時的新台幣匯價相比，2009年10月30日新台幣對美元匯率仍貶值1.548%。
- 我國原物料及機器設備大都自國外進口，新台幣對美元升值將使我國廠商之進口成本得以降低。
- 我國出口以電子資訊產品為主，雖價格競爭激烈，惟由於電子資訊產品之零組件多來自進口，且多以全球運籌方式出貨，匯率變動對相關產品出口的衝擊應屬有限。
- 政府已積極採取措施協助企業共渡難關。例如，推動4年5,000億加強公共建設特別預算等強化內需具體措施，相信將可抵銷出口可能減緩對經濟成長所帶來的負面衝擊。

(二) 預期央行仍將維持讓外匯市場供需決定新台幣匯率的基調

- 我國央行一貫的匯率政策是，新台幣匯率由外匯市場供需決定，惟如因季節性因素、偶發性因素(例如熱錢進出)干擾外匯市場之正常運作時，央行才會進行維持外匯市場之秩序。
- 不當干預新台幣匯率可能對經濟成長產生負面效果。例如，要求央行採取人為干預手段讓新台幣貶值以擴大出口，形同政府犧牲納稅民眾的血汗錢補貼特定業者、外國消費者，對台灣民眾、其他產業並不公平；大幅貶值儘管有利於出口，惟亦增加相關業者原物料進口成本，反而可能得不償失。
- 新台幣近來升值，除前述美元走弱的因素外，與台灣經濟基本面轉佳也有關係。IMF甚至在2009年10月1日公佈的世



界經濟展望報告中，調高對台灣經濟前景的預測，台灣 2010 年經濟成長率將達 3.7%，僅低於新加坡的 4.1%，優於南韓 (3.6%) 與香港 (3.5%)。2009 年失業率預估值也自 6.3% 下修至 6.1%，2010 年預估值再降至 5.9%。因此，在看好台灣經濟前景的情況下，外國投資者被新台幣資產的報酬率吸引而紛紛投資；2009 年 9 月份外資買超台股新台幣 1422.02 億元，創下 2007 年 7 月以來單月新高。我們判斷，新台幣中、長期仍然有升值的空間。

- 然而，台灣是一個出口導向的國家，出口商對於新台幣波動一向敏感；新台幣一旦快速升值，恐將對好不容易恢復的出口成長產生負面效果。因此，即使新台幣仍有升值空間，預期央行也會在穩定匯率前提下，力求以緩升代替急升。
- 倘若國際投資者將新台幣作為市場套匯或套利的工具，而造成新台幣匯率過度波動，嚴重影響外匯市場的正常運作時，相信央行應能提出確實、可行的對策，以維持匯率的穩定。在這一點上，維持央行的獨立性與信賴央行的專業判斷，是我們能提供的最好建議。

參考文獻

1. 洪財隆(2009),「未來國際經濟貨幣新秩序—以美元、歐元與人民幣為例」,美元與歐元—未來國際經濟金融秩序研討會,外交部,台北,9月28日。
2. 鉅亨網(2009),「解釋美元走勢的六個邏輯」,鉅亨網新聞中心(來源:財匯資訊摘自中國證券報),9月18日。
3. Bry, G. and C. Boschan(1971), *Cyclical Analysis of Time Series: Selected Procedures and Computer Program*, NBER.
4. Corsetti, G.(2004), “Productivity and the Euro-dollar Exchange Rate”, paper presented at the conference: Five Years of the Euro: Successes and Challenges, held by Federal Reserve Bank of Dallas on May 14 and 15.
5. Global Insight(2009), “IHS Global Insight Report: United States (Country Intelligence),” Sep. 16.
6. Harris, E. S. and N. M. Zabka(1995), “The Employment Report and the Dollar,” *Current Issues in Economic and Finance*, Vol. 1, No. 8, Federal Reserve Bank of New York, New York.
7. International Monetary Fund(2008a), “World Economic Outlook, October 2009: Sustaining the Recovery,” Oct. 1.
8. —(2008b), “World Economic Outlook, October 2008: Financial Stress, Downturns, and Recoveries,” Oct. 15.
9. New York Times(2008), “The Dollar: Shrinkable but (So Far) Unsinkable,” May 11.
10. Phelps, E. S., H. T. Hoon, and G. Zoega(2004), “The Structuralist Perspective on Real Exchange Rate, Share Price Level and Employment Path: What Room is Left for Money?,” No. 05-2004, Working Papers from Singapore Management University, School of Economics.
11. Time(2009), “Is America Broke Yet?,” p36, Sep. 14.
12. Wall Street Journal(2009), “Dollar Now Cheaper to Borrow Than Yen,” Aug. 27.
13. Wall Street Journal Asia(2009), “Crisis Leads Some to Question Dollar's Primacy,” Sep. 2.
14. http://en.wikipedia.org/wiki/United_States_public_debt.