



後金融海嘯主要國家振興經濟措施 退場策略的探討

黃彥斌*

壹、前言	參、主要國家退場策略的內涵
貳、主要國家振興經濟措施的 功效及副作用	肆、主要國家退場策略對我國 的啟示—代結論

摘 要

全球金融海嘯時期，主要國家紛紛採取措施以振興經濟，這些措施應視為暫時性作法。隨著全球經濟逐步邁向復甦，相關措施的副作用，如主權債務危機、資產泡沫等，紛紛浮上檯面，各國乃又審慎研議退場策略。退場策略的重點在於時機、方式及相關配套措施，各國如何衡酌自身經濟體質及經濟復甦情況，研議符合國情的後續策略及配套措施，慎選退場時機，相關作法值得參考借鏡。我國政府應：強化對消費者的保護，並督促金融業者做好風險管理；善用選擇性信用管制等政策工具，抑制資產泡沫化現象；積極運用租稅政策，改善所得分配，並建立財政預警指標，強化各級政府財政體質；強化與區域周邊國家的政策協調，提升政策的有效性。

* 經濟研究處科員。本文承洪處長瑞彬、朱副處長麗慧、黃組長建興及審查委員提供寶貴意見，謹此致謝。文中倘有謬誤疏漏之處，當屬筆者之責。

An Examination of the Economic Stimulus Exit Strategies of Major Countries in the Wake of the 2008 Global Financial Crisis

Yan-Bin Huang

Analyst

Economic Research Department, CEPD

Abstract

During the period of the 2008 global financial crisis, major countries around the world took various actions that should be regarded as temporary measures to revitalize their economies. As the world economy has moved into recovery, these stimulus measures have contributed toward the emergence of several adverse side-effects, such as sovereign debt crises and asset bubbles, and countries have had to think carefully about formulating exit strategies. The key focuses of exit strategies include timing, methods and ancillary measures. Each country needs to take account of its own economic constitution and the state of its economic recovery in carefully selecting the right time for exit, and formulate exit strategies and ancillary measures to match its particular circumstances.

In the wake of the global financial crisis, Taiwan's government should shape its financial policy to place emphasis on strengthening consumer protection and overseeing financial institutions to ensure that they properly conduct risk management. In monetary policy, the central bank should make good use of selective credit control tools to suppress the emergence of asset bubbles, and guide the development of private investment into sustainable production activities. In fiscal policy, the government should actively employ tax policy to improve income distribution, and establish fiscal early warning indicators, with the aim of strengthening public finances at all levels of government. In terms of international policy coordination, Taiwan should enhance cooperation with neighboring countries to raise the effectiveness of policies.



壹、前言

一、研究動機及目的

(一) 研究動機

為因應源自美國次級房貸風暴的全球金融海嘯，主要國家採取非常態、暫時性的振興經濟權宜措施，支撐總體需求及穩定金融，此雖有助於經濟逐步脫離景氣谷底，朝復甦方向邁進，惟近期主權債務危機、資產泡沫化問題等副作用逐漸浮出檯面。因此，擬定振興經濟措施退場策略(exit strategy)成為各國不得不審慎正視的課題。

(二) 研究目的

有鑑於當前國內對振興經濟措施的退場策略之系統性研究仍相對缺乏，擬透過本自行研究，蒐集及研析國內、外相關文獻，作為我國政府未來擬定相關策略時的參考。

二、本研究架構

本研究首先說明研究動機及目的，強調政府即刻研擬退場策略的必要性；接著就振興經濟措施的利弊得失提出說明；再進一步探討主要國家振興經濟退場策略的應然面及實然面的內涵；最後論述相關退場策略對我國的啟示。

貳、主要國家振興經濟措施的功效及副作用

一、主要國家振興經濟措施的功效

(一) 穩定金融

起源於美國次貸危機的全球金融海嘯，首當其衝者，為金融

市場的穩定性，主要國家為避免金融市場陷入動盪，除調降政策利率外，另採取各項穩定金融對策，包括：英國的金融機構資本重整方案、信用保證制度、資產購買及保護機制等；日本的「實現穩定國民生活緊急綜合對策」、「生活對策」、「生活防衛緊急對策」等；歐元區的擴增央行資產負債表規模、收購歐元計價擔保債券等；美國的「金融穩定計畫」等。在各國穩定金融措施的作用下，自 2009 年第 1 季起，全球金融市場逐漸趨於穩定¹。

(二) 支撐總體需求

全球金融海嘯的影響力自金融面進一步擴展至經濟實體面，受到資產價值減損，民眾消費力道減弱；企業對經濟前景之不確定感亦減少投資，總體需求進而萎縮。主要國家透過擴張性財政政策支撐總體需求，諸如²擴大公共建設、發展新興產業(如綠能)帶動產業轉型、提供失業補助及減稅等措施，鼓勵民眾消費、企業投資，以支撐總體需求。在各國採取振興經濟措施的情況下，自 2010 年第 1 季起，全球經濟成長已朝向復甦的態勢³。

二、主要國家振興經濟措施的副作用

(一) 財政赤字及政府債務的大幅增加

1. 歐美先進國家的主權債務危機：除加拿大以外，七大工業國(G7)其他成員預估在 2014 年以前，政府債務占 GDP 比率將超過 85%；歐元區的政府債務自 2007 年至 2011 年的 4 年之間，將增加超過 20 個百分點。南歐主要國家由於長期怠忽結構性改

¹ 根據金融市場投資人常用指標之一的 VIX 恐慌指數資料，該指數自 2009 年第 1 季起，已呈現下滑趨勢。

² 參考「面對金融海嘯各國振興經濟對策之比較」，經建會內部參考資料。

³ 根據 Global Insight 的經濟成長資料，全球經濟自 2009 年第 4 季開始恢復正成長，2010 年第 1 季在經歷連續兩季的正成長後，確立經濟復甦的態勢。



革，全球金融海嘯衝擊這些國家的財政狀況，加上避險基金的狙擊，及救濟弱勢族群的社會安全措施之快速增加，伴隨人口老化的低經濟成長、高額政府赤字及利息負擔，導致主權債務危機進一步擴大，使這些國家的主權債信評等遭到或瀕臨調降的命運。

2. 中國大陸地方政府債務形成財政未爆彈：為因應全球金融海嘯，中國大陸於 2008 年曾推出規模高達 4 兆元人民幣的振興經濟方案，地方政府為達預定的經濟成長目標，透過成立城市建設投資公司等所謂地方融資平臺，向民眾發行債券以籌募資金，有些地方政府的負債甚至已逾當年的財政收入，倘不妥善處理，將轉變成壞帳，進而對其他財政支出產生排擠作用，顯然成為中國大陸未來經濟發展的隱憂。

(二) 資產泡沫、通貨膨脹及失業型復甦

各國為解決流動性不足的問題，採取量化寬鬆政策，惟過多流動性可能產生資產泡沫，尤其是房地產泡沫。市場流竄過多的貨幣，亦可能引發通膨問題。此外，低利環境可能促使企業使用過多資本，而不願投資於勞力密集產業，導致失業型的復甦。

(三) 過度的金融穩定措施，將產生道德危機問題

爆發此波全球金融海嘯的根本原因，在於歐美金融業者缺乏有效的風險管理，政府基於「大到不能倒」的認知，為避免少數個別業者的經營危機引爆成系統性危機，不得不透過金融穩定措施，支撐金融業的生存。惟這些金融業者本身在這場危機中亦屬肇事者，政府動用公共資源延續其企業生命，當政府評估無系統性風險時，應立即讓金融穩定措施退場，否則將使這些肇事者有

恃無恐，認定政府一定會出手搶救，不利於其風險控管機制的建立，進而產生道德危機。

(四) 政府過度涉入市場經濟活動，可能不利於經濟的中長期發展

各國政府在全球金融海嘯期間，或直接接管民間企業，或採取更多的就業保障、社會救濟措施，然而，這些救急措施倘成為常態，一方面，由於政府受制於法令規範，經營效率可能較民間企業遜色，甚至可能有與民爭利之嫌；另一方面，民眾習慣於政府保障，將來可能傾向拒絕任何緊縮措施，此將不利於經濟的中長期發展。

參、主要國家退場策略的內涵

一、退場策略的基本概念

在經濟復甦的步伐仍存在因地而異的情況下，論及退場策略似乎是個敏感議題，亦往往引發不少爭論⁴。實際上，採取退場策略的另一種說法是「使政策恢復常態(normalize)」：透過金融政策正常化，避免道德危機；透過貨幣政策正常化，避免通膨壓力及資產泡沫；透過財政政策正常化，避免政府債信破產⁵。各國制定振興經濟措施時，應同步思考其退場策略，才可稱為完整的振興經濟措施。

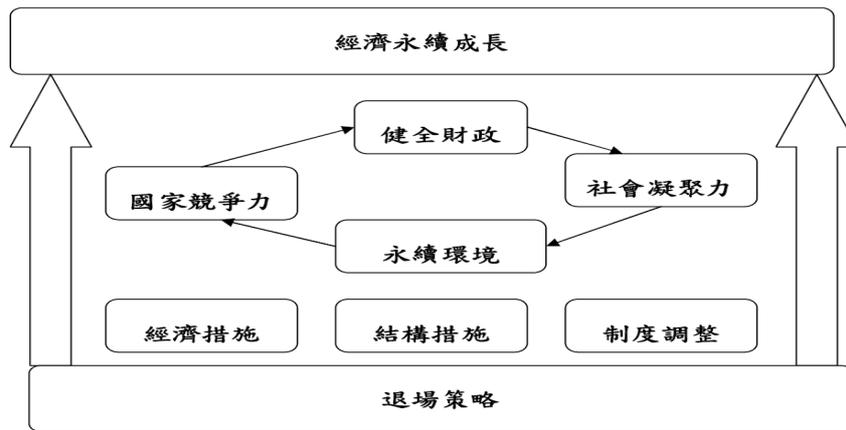
退場策略的意義可分為狹義及廣義，狹義的退場策略係指取消因應金融海嘯措施的時機及步驟之規畫。廣義者，則泛指後金

⁴ 正當歐元區各國大聲疾呼採取財政政策退場策略，以控制日益龐大的財政赤字之際，著名的諾貝爾經濟學獎得主 Paul Krugman 卻反向且多次呼籲，美國政府應傾全力實施財政、貨幣等振興經濟措施，以避免經濟步入二次衰退。

⁵ 參閱顏承暉，林欣陵(2009)。



融海嘯時期，以健全財政及永續環境為基礎，以追求永續經濟成長為目標，對外強化國家競爭力及對內穩固社會凝聚力，所採取之經濟發展、結構調整及制度調整等措施的組合⁶ (如下圖所示)⁷。



至於支持退場策略的學理基礎，美國哈佛大學經濟學教授 Albert Alesina 針對財政政策退場指出，政府削減財政赤字除有助於恢復投資人信心，刺激經濟成長外，並可穩定債市，使利率維持較低水準，以促進投資。此外，相對於透過增稅削減赤字，政府削減支出可消除納稅人的疑慮，認為政府未來不會增稅，此有助於提升民眾消費意願，進而較有利於經濟成長⁸。

二、退場策略的實施時機

(一) 論點

1. 金融政策退場：根據 OECD 於 2009 年的報告指出，論及退場，金融改革是優先的選項(financial reform first)⁹。畢竟，退場並不

⁶ 參閱 Government of Public of Slovenia, Slovenian Exit Strategy 2010-2013, p.2。

⁷ 圖示係作者參考註 6 相關內容，略加修訂而繪製。

⁸ 參閱 Alberto Alesina and Silvia Ardagna (2009)。

⁹ 參閱 OECD Journal: *Financial Market Trends*, Volume 2009, Issue 1, p.23。

意味著政府完全撒手不管。全球金融海嘯的導火線在於金融市場投機者炒作與房地產有關的衍生性金融商品，各國政府要避免金融海嘯再度爆發，就必須進行大刀闊斧的金融改革。

2. 財政及貨幣政策退場：目前有以下兩派說法：

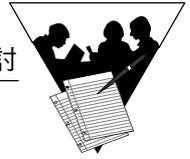
- 不宜立即採取退場策略：目前較占優勢的一派¹⁰主張，為避免危及全球經濟復甦的腳步，不宜立即採取緊縮措施。根據歷史經驗，泡沫經濟後的景氣常因各國股市跌深反彈而被誤判。回顧 1930 年代的美國及 1990 年代的日本，均因誤判景氣動向，導致陷入所謂「失落的十年」。
- 宜立即採取財政退場策略：此論點¹¹多聚焦於財政政策之退場，主張削減赤字能激勵市場信心，因此反對放緩降低政府支出的行動。倘退場策略能明確傳達周知，私部門將預期政府財政緊縮而調整其行為模式。政府透過重建財政，改善主權債信，將可引導公債殖利率下降，此將對民間投資及消費產生激勵作用，使央行延後貨幣政策退場時間點，避免信用市場緊縮。

以上兩種針鋒相對的理論，並未告訴決策者何時確實應開始採取緊縮政策，惟由於當前全球景氣尚未有過熱現象，近期甚至趨緩，且各國復甦腳步不一，因此倘須進行退場，應由各國經審慎評估後為之¹²。

¹⁰ IMF 的主要觀點。

¹¹ 歐洲央行的主要觀點。

¹² Murilo Portugal (2010), "Recovering from the Global Crisis: Exit Policies and Challenges Ahead" 於 The Australian School of Business, Sydney, March 3, 2010, 演講稿。網址 <http://www.imf.org/external/np/speeches/2010/030310.htm>。



(二) 觀察指標

在退場時機的選擇方面，由於財政政策的退場通常涉及預算的法定執行期間，較不具彈性。相對而言，金融、貨幣政策的退場則由各國主管機關依專業判斷，於適當時機執行，以下針對金融、貨幣政策的退場觀察指標¹³(詳如表 1)說明如次：

1. 總體經濟指標：一般而言，振興經濟方案僅在有力證據顯示自主復甦下，才能進行退場，採取此作為的核心指標包含：
 - 經濟成長率：除觀察本身的經濟成長動能外，更要密切關注鄰近主要國家及全球經濟情勢的變動。
 - 內需成長：須俟民間投資、消費成為經濟成長的主力時，才適合採取退場策略¹⁴。
 - 失業率：由於失業往往落後於產出缺口(output gap)¹⁵，因此運用此指標時，須避免過度使用振興經濟措施的後遺症。
 - 產能利用率(capacity utilization rates)¹⁶：長期而言，產能利用率的提升仰賴企業增加資本投資。企業倘看好未來景氣，較願意投入資本進行生產活動，此時政府可參酌其他經濟指標，考慮進行退場。

¹³ 參閱 IMF (2010), "The Role of Indicators in Guiding the Exit from Monetary and Financial Crisis Intervention Measures—Background Paper," p.3。

¹⁴ 世界銀行東亞及太平洋區首席經濟學家 Vikram Nehru 接受媒體訪問表示。

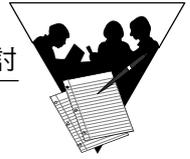
¹⁵ 產出缺口係指實際產出與潛在產出之差額。倘缺口為正，表示總體經濟存在超額需求的現象；若缺口為負，表示總體經濟存在超額供給的情形。產出缺口係作為一國央行制定及執行貨幣政策時的關鍵參考指標之一。央行可藉由觀察產出缺口的情況，採取妥適的貨幣政策以為因應。舉例而言，在產出缺口為正且缺口規模不大的情況下，央行可採取緊縮貨幣政策，以預防景氣過熱。

¹⁶ 產能係指企業運用現有的資源，在正常狀況下，所能達到的最大產出數量。產能利用率則指企業實際總產出占總產能的比率。

表 1 實施貨幣政策退場的判斷指標

目標	價格的財務指標	數量的財務指標
收回流動性支持	<ul style="list-style-type: none"> ● 3 個月期倫敦銀行間拆放款利率 (Libor)與 3 個月期美國聯邦資金利率(OIS)的息差(Libor-OIS spread) ● 波動率指數 ● 高收益及投資評級公司信用違約交換之息差 ● 新興市場債券與美國國債的息差 	<ul style="list-style-type: none"> ● 對私部門的放款 ● 美國 Fed 及歐洲央行採取之協助措施 ● 銀行資本
終止收購公民營企業有價證券	<ul style="list-style-type: none"> ● 波動率指數 ● 高收益及投資評級公司信用違約交換之息差 ● 主權信用違約交換息差 ● 殖利率曲線 	<ul style="list-style-type: none"> ● 對私部門的放款 ● 美國 Fed 及歐洲央行採取的協助措施
解除銀行資金保證	<ul style="list-style-type: none"> ● 3 個月期倫敦銀行間拆放款利率 (Libor)與 3 個月期美國聯邦資金利率(OIS)的息差(Libor-OIS spread) ● 高收益及投資評級公司信用違約交換之息差 ● 主權信用違約交換息差 ● 殖利率曲線 	<ul style="list-style-type: none"> ● 全球政府擔保及非擔保證券的發行量 ● 美國 Fed 及歐洲央行採取的協助措施 ● 歐美金融機構債券到期情況 ● 銀行資本
解除存款全額保險	<ul style="list-style-type: none"> ● 3 個月期倫敦銀行間拆放款利率 (Libor)與 3 個月期美國聯邦資金利率(OIS)的息差(Libor-OIS spread) ● 波動率指數 ● 殖利率曲線 	<ul style="list-style-type: none"> ● 對私部門的放款 ● 銀行資本
自金融機構撤資	<ul style="list-style-type: none"> ● 3 個月期倫敦銀行間拆放款利率 (Libor)與 3 個月期美國聯邦資金利率(OIS)的息差(Libor-OIS spread) ● 波動率指數 ● 主權信用違約交換息差 ● 殖利率曲線 	<ul style="list-style-type: none"> ● 全球政府擔保及非擔保證券的發行量 ● 美國 Fed 及歐洲央行採取的協助措施 ● 銀行資本

資料來源：IMF (2010a)。



- 通膨率：影響通膨率的關鍵變數之一為糧食及國際原油價格。由於氣候變遷及原油等傳統能源的稀少性，加上相關市場遭到投機炒作，導致全球糧食及傳統能源的價格呈現上漲趨勢，將拉抬通膨率。
- 2. 金融價格指標：該指標不僅能提供金融市場的壓力情況，且能提供關於景氣的前瞻訊息。一般常用的金融價格指標包含：
 - 3 個月期倫敦銀行間拆放款利率(Libor)與 3 個月期美國聯邦資金利率(OIS)的利差：該指標主要反映全球銀行體系的信貸壓力(排除央行信用)。當利差縮小時，被視為銀行間拆借款的意願增加，即信貸市場緊縮情況改善，可作為採取退場的依據之一。
 - 波動率指數：該指數反映投資者對未來市場的恐慌程度。當指數愈低，表示未來股市變動將趨緩，可作為採取退場的依據之一。
 - 新興市場債券與美國國債的息差：該息差反映新興經濟體的政府及企業之財務狀況。當息差縮小時，表示新興經濟體經濟逐步復甦，可作為採取退場的依據之一。
 - 主權信用違約交換利差：該利差反映特定國家的金融及財政狀況。當利差縮小時，表示特定國家的主權債務違約風險下降，可作為採取退場的依據之一。
 - 殖利率曲線：殖利率曲線變化反映市場對未來景氣的預期。一般而言，健全債券市場的殖利率曲線為正斜率，亦即長期利率高於短期利率；若為負斜率，代表市場預期景氣趨緩，則不宜採取退場。

3. 金融數量指標：可提供關於市場機能是否重新建立的訊息。這些指標包含：

- 銀行放款意願：隨著經濟復甦腳步確立，銀行放款意願增加，帶動貨幣乘數提升，使貨幣供給增加，進而引發通膨壓力，因此，當銀行放款意願增加時，可作為採取退場的依據之一。
- 美國 Fed 及歐洲央行採取的協助措施：當相關的協助措施逐漸減少時，顯示金融市場已經穩定，可作為採取退場的依據之一。
- 全球由政府擔保及非擔保證券的發行人：當政府逐漸減少所擔保之證券發行人時，顯示金融市場已經穩定，可作為採取退場的依據之一。
- 歐美金融機構債券到期情況：倘信貸市場相對寬鬆，各金融機構不需要為贖回債券而重新舉債，使金融機構獲利不致於下滑，則金融機構放款將相對寬鬆，可作為採取退場的依據之一。

三、退場策略的基本原則¹⁷

(一) 共通原則

1. 退場策略應保持彈性，以因應改變中的外在情況：有鑒於當前

¹⁷ 主要參考 OECD 於 2009 年所發表的 The Financial Crisis, Reform and Exit Strategies 及 IMF 於 2009 年 11 月 G20 財政部長及中央銀行總裁會議期間所發布的報告、IMF 執委會於 2010 年 2 月 17 日的會議就退場策略所作的結論，以及 IMF 及韓國發展研究院(KDI)2010 年 2 月 25 日合辦「重建全球經濟研討會」(KDI/IMF Conference on Reconstructing the World Economy)，所發表「先進經濟體財政及貨幣政策退場策略」(A Strategy for Renormalizing Fiscal and Monetary Policies in Advanced Economies)研究報告。



全球經濟前景仍存在若干不確定性，退場策略應避免急就章，採取循序漸進的做法，以因應變動中的全球經濟情勢。

2. 就退場策略的內容應與外界進行充分溝通：決策者應清楚向民眾解釋，決定退場策略的因素，減少不確定性，尤其避免造成外界錯誤預期及解讀，並促使民眾支持必要措施。
3. 跨政策領域的協調：退場時間表須考量配合相關政策、法制的進展，及其他層面的改革。一般而言，在自由經濟市場體系中，貨幣政策係管理經濟體系內需求的主要工具，財政政策係透過自動穩定因子(automatic stabilizer)支援貨幣政策，協助緩和經濟成長歷程中的波動。然而，全球金融海嘯期間，由於金融市場信用緊縮，貨幣政策的傳導機制在此波金融海嘯中已被削弱，各國大舉使用擴張性財政政策。後金融海嘯時期，隨著貨幣政策的傳導機制逐漸恢復，應回復常態，使財政政策居支援地位。
4. 應考量政策外溢效果，與其他國家進行協調、合作：全球化過程使總體經濟政策存在顯著的外溢效果。倘相關退場策略未與其他經貿關係密切的國家進行協調，可能對全球經濟產生以下的負面影響：
 - 套利行為引發國際資金不對稱的流動：持續實施寬鬆貨幣政策的國家將面對資金大量外流的局面。相對而言，先採取緊縮貨幣政策者，將面對套利熱錢湧入，推升境內資產泡沫。
 - 匯率劇幅波動增加匯兌風險，並吸引熱錢進入原物料市場。
 - 抑制國際貿易規模的恢復：率先升息的國家倘仰賴出口，本國貨幣升值將抑制其出口且不利於其經濟復甦。尤其美元、歐元等仍為當前國際主要準備貨幣，歐美先進國家的退場策

略往往對其他國家具有相當大的外溢效果。歐美先進國家倘因退場策略的不當運用，導致步入二次經濟衰退，仍可能對仰賴出口的新興經濟體產生負面影響¹⁸。

5. 退場策略之研議，宜及早進行：「凡事豫則立，不豫則廢」，倘經濟復甦情況符合預期，2011年或許是採取退場策略的適當時機。惟退場策略之研議，宜自現在開始著手。

(二) 金融政策¹⁹

1. 不良資產的處理機制：政府在金融海嘯期間取得的不良資產及其抵押品，須由為納稅義務人爭取最大權益的角度，盡善良管理人的責任。
2. 督促銀行業進行資本重估(recapitalisation)：資本重估應考量整體資產組合，此可減少資本套利的誘因。政府應督促銀行業持有一定比例的緩衝(buffer)資產，以因應不尋常的損失。

(三) 貨幣政策

1. 在傳統貨幣政策緊縮前，非傳統貨幣政策不必先收回。
2. 撤除流動性支持措施：央行可進一步緊縮既有流動性支持措施，或引進新的吸納流動性工具。
3. 短期內終結購買長期公部門有價證券，長期則出脫這些資產，惟須降低相關市場崩盤發生的機率。

¹⁸ 參閱楊國中(2010)。

¹⁹ 參閱 OECD Journal: Financial Market Trends-Volume 2009, Issue 1, pp.23-24 及 OECD 於 2009 年所發表的 The Financial Crisis. Reform and Exit Strategies。



4. 當市場情況改善時，減少購買私部門的有價證券。
5. 在配合金融市場情況而調升利率時，實施相關配套措施。倘金融市場仍處於尚未復原狀態，針對貨幣政策進行必要的調整，並就銀行業進行壓力測試；倘金融市場景氣過熱，可採取總體審慎監理措施(macro prudential measures)，以降低金融市場之系統性風險的可能性。
6. 設計能確保央行獨立性之退場策略，並重新建構央行的資產負債表。
7. 透過貨幣政策限制金融機構貸款對象(如避免貸款給高耗能、高污染及產能過剩產業)，強化貨幣政策對經濟結構調整及發展模式轉變之作用。長期而言，應以貨幣政策提升消費對經濟成長的貢獻，從而降低對出口的依賴性²⁰。

(四) 財政政策

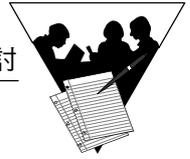
1. 具綜合性、可信性及透明性之財政調整政策的設計及聯繫，須立即採行：
 - (1) 設定妥當目標：財政緊縮政策的程度，須視各國本身之舉債比率目標、赤字規模及其成長速度，以及利率水準而定。為提高退場策略的可信性，須承諾未來適時減少支出，在預先設定時限內，妥適設計以降低各級政府負債比率為目標²¹，並考量長期財政支出壓力之財政調整措施。

²⁰ 同註腳 18。

²¹ 倘僅將負債比率設定於後金融海嘯時期的水準，將可能阻礙財政彈性、利率水準走升，及傷害潛在經濟成長。對歐美先進國家而言，應將負債比率設定在低於金融海嘯前的水準；至於新興經濟體，由於市場對於高負債容忍度較低，應將負債比率設定在更低的水準。

- (2) 強化財政架構：包含預算程序的改革、頻率更高且綜合性的資訊揭露，制定符合財政法規的中期財政架構。
2. 採取財政永續改善計畫，財政調整的規模及構成成分，須視個別國家的情況而定，短期內未影響內需的措施(如權利性支出的改革)應儘速實施。財政調整原則包含：
- (1) 退休金、醫療及長期照護等方面的權利性支出之改革：權利性支出通常涉及降低社會風險，政府採取相關制度改革時，應強化社會信心及其財務的穩健。尤其因應人口老化的支出，係許多面臨高齡化社會的國家，進行財政永續化改善行動時的優先選項，應避免權利性支出占 GDP 的比率上升，對於需求未產生負面影響的措施(如提高退休年齡)應儘速實施²²。權利性支出的改革在民主國家具有政治敏感性，且須經議會的批准程序，往往曠日費時，相關的工作應立即展開。
- (2) 抑制支出成長：透過審酌政策的優先順序，刪減較不具優先性政策及有礙資源配置效率的經費(如能源補貼)。
- (3) 擴大稅基、改善逃漏稅情形，及強化有助於經濟永續成長的租稅措施：減少或廢止特殊的租稅優惠措施、打擊逃漏稅行為。當加稅是必要時，可降低外部性的租稅(如碳稅)選項，應列入優先考量。
- (4) 妥善規劃的出售政府資產計畫：此將有助於政府瘦身，且以較快的速度減少政府債務。

²² 延後退休年齡並不影響現在消費，且對於供給面有正面影響。消費者與企業認知未來的工作時間延長，將有更多的終身所得，現在的消費及投資將會增加。



四、當前主要國家退場策略的實質內容

(一) 金融政策

1. 歐美先進國家

- 融資擔保：在金融海嘯早期，政府擔保金融業的批發融資 (wholesale debt guarantee)，以減少交易相對人之風險及紓解市場融資的管道。隨市場融資管道逐漸暢通，擔保措施的運用已經減少。例如日本央行宣布，支持企業融資及私部門證券市場的特殊措施，於 2010 年 3 月截止。
 - 存款保險：在許多國家仍持續執行。惟自 2009 年下半年起，如紐西蘭及美國針對存款保險採取諸如提高參加費等修正措施，以反映市場的價格與風險。
 - 資本支持：針對金融機構的資本結構調整，主要國家基於金融體系逐步趨於穩定，已減緩其速度。
2. 新興經濟體：新興經濟體對於金融業的支持措施，相對於歐美先進國家較少，其中，債務擔保仍屬低度運用。

(二) 貨幣政策

1. 歐美先進國家：澳洲是 G20 中第一個調整寬鬆貨幣政策的國家。其他如美國、英國、歐洲仍維持前所未有的低利率政策，其央行的資產負債表規模仍增加中，反應這些國家仍持續採取干預危機措施，其中，美國 Fed 於 2010 年 11 月初，為加速提振該國經濟及壓低失業率，宣布「第 2 波量化寬鬆政策」，除持續維持當前低利率水準外，並於 2011 年第 2 季結束前，進一步

買進規模達 6,000 億美元的長期公債，創造更多流動性²³。惟加拿大考量經濟復甦情況，已於 2010 年 7 月 20 日率先調升政策利率 1 碼，成為 G7 中第一個升息的國家。惟隨著市場流動性不再緊繃，許多央行逐步調整先前的危機干預措施：

- 加拿大央行已將長天期再融資操作期間，由 9 個月調整為 6 個月，並中斷私部門有價證券之定期附買回機制的運用。
- 歐洲央行開始放鬆諸如 12 個月長期再融資操作等非常態措施，緊縮金融資產證券化證券的投資合格準則。

2. 新興經濟體：相較於歐美先進國家，基於全球金融海嘯對於境內金融市場影響較少，及隨著全球流動性改善而逐漸減少外匯市場的管制，新興經濟體採取更為有限的振興經濟措施。一般預料，在亞洲地區，除少數貨幣緊釘美元的經濟體，由於強勁的經濟復甦動力及資本的快速流入，寬鬆貨幣政策的實施週期將很快結束。此外，干預市場的措施不久後將退出，例如當前加速流入的資本，促使外匯寬鬆措施不存在必要性，境內經濟情況的好轉，亦促使諸如印度及印尼央行緊縮境內流動性。此外，存款保險雖對於存款民眾的信心有穩定作用，惟其副作用在於境外客戶存款可能顯著增加，銀行的濫頭寸過多，降低資金的使用效率。因此，新加坡、馬來西亞及香港等亞洲新興經濟體經協調後，已決定 2010 年底將銀行存款保險措施進行退場。

²³ 此舉使美元對其他主要貨幣匯價走貶，導致熱錢在國際資本市場流竄，追求固定商品投資，帶動股票、天然資源、大宗物資等價格高漲，引發通膨升溫及資產泡沫。面對熱錢氾濫所可能帶來的衝擊，IMF 已呼籲，必要時可採取適當的資本管制措施。政府可考慮與周邊國家進行政策協調，以提升資本管制措施的效果。



(三) 財政政策

1. 歐美先進國家²⁴：目前深陷南歐主權債務危機的希臘政府迫於債券市場的困局，採取凍結公共部門薪資及加稅的做法，葡萄牙及西班牙則加速削減預算；歐元區的經濟龍頭－德國已於2009年6月在憲法中，通過財政條款，明確規範聯邦及邦政府計畫漸進式行動，自2011年起，朝財政結構性均衡的目標努力，其中，聯邦政府結構性赤字自2016年起，不得超過GDP的0.35%，邦政府則自2020年起達成結構性財政平衡；至於美國，國會近期已通過以擴大保險範圍的醫療改革法案，並由總統簽署，法案內容包含成本制約及收益增加措施，此將有助於節省相關預算開銷。
2. 新興經濟體：目前多數仍將維持振興經濟方案，惟包含印度、越南、菲律賓、土耳其、墨西哥等國家已考量減少結構性赤字。

表2 主要國家後金融海嘯時期振興經濟退場措施彙總表

(截至2010年底已實施者)

國別	金融政策退場策略	貨幣政策退場策略	財政政策退場策略
美國	<ul style="list-style-type: none"> ● 2010年2月終止多數緊急貸款計畫 ● 針對存款保險提高參加費 		<ul style="list-style-type: none"> ● 尚無明顯的財政政策退場措施，惟近期已通過有助於節省開銷的醫療改革法案。
歐盟	<ul style="list-style-type: none"> ● 2010年4月無限制貸款措施 ● 2010年6月終止600億歐元資產擔保購買計畫 		<ul style="list-style-type: none"> ● 削減社會福利支出(如荷蘭、愛爾蘭)削減公務人員薪資或裁撤公務人員人數(如愛爾蘭、希臘、西班牙、葡萄牙)。 ● 減少公共投資(如希

²⁴ 參閱IMF (2010b)。

國別	金融政策退場策略	貨幣政策退場策略	財政政策退場策略
			<p>臘、愛爾蘭、西班牙)。</p> <ul style="list-style-type: none"> • 延後退休年齡(如西班牙、德國)。 • 增稅(如希臘、西班牙、葡萄牙、比利時) • 設立緊縮的財政規範(如德國) • 主要國家(德國、英國、西班牙、義大利等)均提出第二次世界大戰以來最嚴厲的財政緊縮方案；法國宣布凍結3年的公共支出，歐盟執委會規定成員國預算赤字占GDP比例要控制3%之內。
日本	<ul style="list-style-type: none"> • 2010年3月終止支持企業融資及私部門證券市場的特殊措施 		
澳洲		<ul style="list-style-type: none"> • 2009年10、11、12月及2010年3、4、5、11月均調升指標利率各1碼。 	<ul style="list-style-type: none"> • 退休金制度改革：包含更嚴謹的所得調查，及延後退休年齡。 • 醫療制度改革：採取醫療保險補貼的經濟情況調查，及家庭支付制度。
加拿大		<ul style="list-style-type: none"> • 中斷私部門有價證券之定期附買回機制 • 2010年6、7、9月均調升隔夜利率1碼 	
中國大陸	<ul style="list-style-type: none"> • 房市降溫、啟動人民幣匯率改革 	<ul style="list-style-type: none"> • 2010年10、12月各調升1年期存、貸款基準利率1碼 	<ul style="list-style-type: none"> • 調整出口退稅政策。 • 清理地方政府投融資平台的債務。 • 提供8500億元人民幣支援醫療體系改革。 • 都會區老年保險計畫將進一步改革，以處



國別	金融政策退場策略	貨幣政策退場策略	財政政策退場策略
			理系統性赤字及擴大保險範圍；新鄉村社會老年保險的領航計畫將於 2020 年以前，擴大被保險人對象。
印度		<ul style="list-style-type: none"> ● 2010 年 3、11 月均調升附買回及附賣回利率各 1 碼 	
巴西		<ul style="list-style-type: none"> ● 2010 年 4 月調升政策利率 3 碼 	
土耳其			<ul style="list-style-type: none"> ● 醫療制度改革：在維持醫療品質下，增加自付額，以減少財務成本。
南非			<ul style="list-style-type: none"> ● 退休金制度改革：男性退休年齡調整成與女性一致，並引進新的法定退休金制度。
南韓		<ul style="list-style-type: none"> ● 2010 年 7、11 月各調升基準利率 1 碼 	<ul style="list-style-type: none"> ● 退休金制度改革：政府計畫成立公共退休基金管理公司。針對當前承擔赤字的職業年金，將減少退休金給付，及增加提繳金額。
臺灣	<ul style="list-style-type: none"> ● 2011 年起終止存款全額保障措施 	<ul style="list-style-type: none"> ● 2010 年 6、10、12 月均調升重貼現率、擔保放款融通利率、短期融通利率各半碼 	
東協	<ul style="list-style-type: none"> ● 新加坡、馬來西亞 2011 年起終止存款全額保障措施 	<ul style="list-style-type: none"> ● 越南 2009 年 12 月、2010 年 11 月各調升基準利率 4 碼 ● 泰國 2010 年 7、8 月調升基準利率各 1 碼 ● 馬來西亞 2010 年 3、5、7 調升隔夜政策利率各 1 碼 ● 新加坡 2010 年 10 月擴大新元的交易範圍(形同緊縮貨幣政策) 	

資料來源：作者自行整理。

肆、主要國家退場策略對我國的啟示—代結論

我國因應此波全球金融海嘯，自 2008 年 9 月起，陸續採取一連串振興經濟措施，整體而言，可區分為「穩定金融及三挺政策」、「擴大內需，刺激消費」、「提振出口，提升企業競爭力」、「促進就業，加強勞工培訓」、「積極照顧弱勢」、「減稅配套措施」等 6 大類。其中，「穩定金融及三挺政策」涵蓋實施「存款全額保障」、「寬鬆貨幣政策」、「優惠貸款」、「信用保證」等措施，係屬金融及貨幣政策領域的振興經濟措施，其他類措施，多屬於財政政策領域的振興經濟措施。隨著國內景氣逐步復甦，這些救急性的措施有必要逐一檢視，於必要時進行退場，以避免其副作用，衝擊國家經濟中長期之發展。

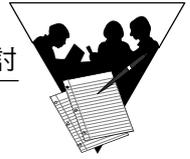
一、我國目前已經採取的退場措施及相關影響

(一) 銀行存款全額保障措施於 2010 年底後正式退場

為穩定金融體系，降低銀行的流動性風險，並保障存款人權益，我國於 2008 年 10 月採行存款全額保障措施，在全球金融海嘯期間，該措施確實發揮安定社會人心的功效。隨著國內外景氣逐步復甦，本國銀行資產品質已大幅提升，金融業營運恢復穩定，我國已與香港、新加坡及馬來西亞等亞洲周邊國家完成協調，確定存款全額保障措施於 2010 年底後退場。

(二) 逐步調整寬鬆貨幣政策

我國央行考量 2009 年下半年以來，國內外景氣回溫，銀行放款與投資持續成長，市場利率逐步走高，M2 年增率維持在目標區



(2.5%~6.5%)中線值附近，且因應房地產價格攀升及物價上揚，2010年以來，在量的方面，為加強調節銀行體系流動性，央行除接受銀行轉存款及發行短天期定存單外，自2010年4月以來，每月並標售364天期定存單，回收銀行過剩資金。在價的方面，央行採取逐步調升重貼現率、擔保放款融通利率，及短期融通利率的做法，將先前的量化寬鬆政策逐漸退場。

二、主要國家退場策略對我國的啟示

(一) 退場策略的時機

綜上所述，我國啟動退場機制的時機，應觀察經濟成長率、就業，及物價三項主要指標。當前國內外經濟預測機構對於我國經濟成長率均呈現樂觀的預測，就業市場情況逐漸改善，至於物價方面，由近期央行理監事會議決議可看出，國內物價目前仍呈現相對穩定，惟觀察國際經濟成長在2010年下半年有走緩趨勢，仍相當仰賴出口的我國是否適合全面退場，仍有待進一步評估。

(二) 就我國退場策略的幾點建議

1. 在金融政策層面：

- 強化對消費者的保護：政府對消費者的保護應從對消費者提供金融教育做起，尤其針對高風險的金融商品，除要求金融業者提供充分資訊外，善盡企業之社會責任，並要求消費者須具備一定的金融市場常識才得從事相關的交易行為。此外，可考慮仿效美國案例，成立金融消費爭議處理專責機構，強化對消費者的保護。

- 督促金融業者做好風險管理：全球金融海嘯爆發的基本因素之一在於金融業者欠缺防範金融風險的意識，及完備的風險管理架構。政府可遵循巴塞爾協議Ⅲ的精神，要求金融機構持有一定比例的低風險資產(如普通股股票)，作為緩衝資產，以因應隨時可能捲土重來的金融危機。
- 2. 在貨幣政策層面，善用選擇性信用管制等貨幣政策工具：現階段由於歐美先進國家仍維持相對寬鬆貨幣政策，以致於投機性熱錢大舉前進新興經濟體，引發資產泡沫、通膨等現象。央行倘認為當前國內物價尚屬溫和上揚，仍可運用選擇性信用管制等政策工具，消極面在於抑制投機性資金，避免資產泡沫的後遺症，積極面則引導資金投入符合永續發展的生產活動，促進產業升級轉型。
- 3. 在財政政策層面：
 - 積極運用租稅政策，妥善處理所得分配：近期國內景氣復甦，行政院主計處預估 2010 年全年經濟成長率將接近 10%，創 21 年來新高。然而，中低所得家庭收入受全球金融海嘯的衝擊，導致 2009 年國內五等分位家庭可支配所得差距達 6.34 倍，創歷史次高，加以受薪階級薪資水準並無明顯改善，產生所謂「無感復甦」現象。面對 M 型社會，政府應加速推動租稅改革，讓受惠於政策的高所得者多繳稅(如土地增值稅、碳稅等)，並透過如負所得稅制，照顧中低所得家庭的經濟需求，減少中低所得者的被剝奪感，使經濟成長的果實為全民共享。



- 建立財政預警指標，強化各級政府財政體質：儘管我國累積公共債務占 GDP 比率約 3 成左右，財政部自我評估尚屬合理範圍。惟為避免債務加速累積，須儘速建立類似景氣對策指標的財政預警指標系統，相關指標應考量各級政府的財政狀況，並適時揭露，提升財政透明度。
- 4. 在跨國政策協調方面，應強化與區域周邊國家的政策協調、合作：隨著全球化浪潮，我國近期積極與主要貿易夥伴洽簽經濟合作協定，主要國家在後全球金融海嘯時期的財經政策勢必將對我國產生一定的影響。因此，我國在規劃退場策略時，應關注這些國家相關政策走向，並透過管道強化彼此的政策(如資本管制等措施)協調及合作，提升政策的有效性。

參考文獻

1. 楊國中(2010),「後危機時期貨幣政策的地位與作用」, 中國金融, 2010 年第 13 期。
2. 蕭代基, 王儷容主編(2010), 未來兩年影響台灣經濟的七大關鍵課題—後危機時代經濟政策建言, 中華經濟研究院。
3. 顏承暉, 林欣陵(2009),「主要國家何時啟動退場機制」, 寶來投資資產管理期刊, 第 10 期。
4. Alesina, Alberto and Silvia Ardagna (2009), “Large changes in fiscal policy: taxes versus spending,” *Tax Policy and the Economy*.
5. Government of Public of Slovenia(2010), Slovenian Exit Strategy 2010-2013。
6. IMF (2010a), “The Role of Indicators in Guiding the Exit from Monetary and Financial Crisis Intervention Measures—Background Paper.”
7. ____ (2010b), “Exiting from Crisis Intervention Policies.”
8. IMF & KDI(2010), “A Strategy for Renormalizing Fiscal and Monetary Policies in Advanced Economies,” Conference on Reconstructing the World Economy, Feb. 25, 2010.
9. Murilo Portugal (2010), “Recovering from the Global Crisis: Exit Policies and Challenges Ahead,” 發表於 The Australian School of Business, Sydney 演講稿。網址 <http://www.imf.org/external/np/speeches/2010/030310.htm>。
10. OECD (2009), “The Financial Crisis: Reform and Exit Strategies.”