

國際金融理論 的發展

賴景昌

中央研究院經濟研究所特聘研究員

國立台灣大學經濟學系合聘教授

行政院國科會人文處社會科學研究中心主任

2007/1/5



國際金融理論的一般均衡分析

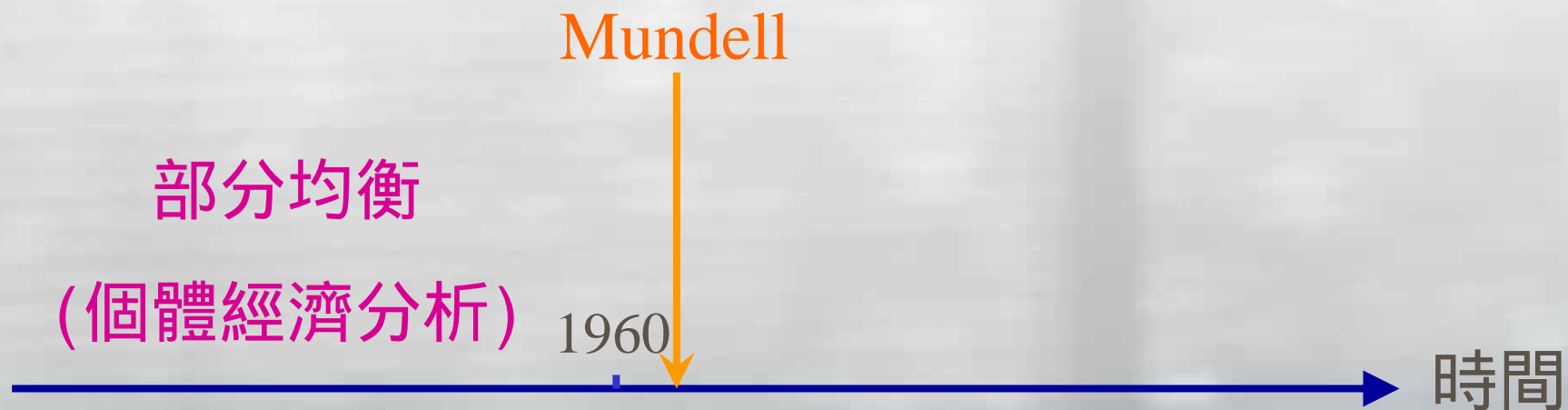
部分均衡

(個體經濟分析) 1960

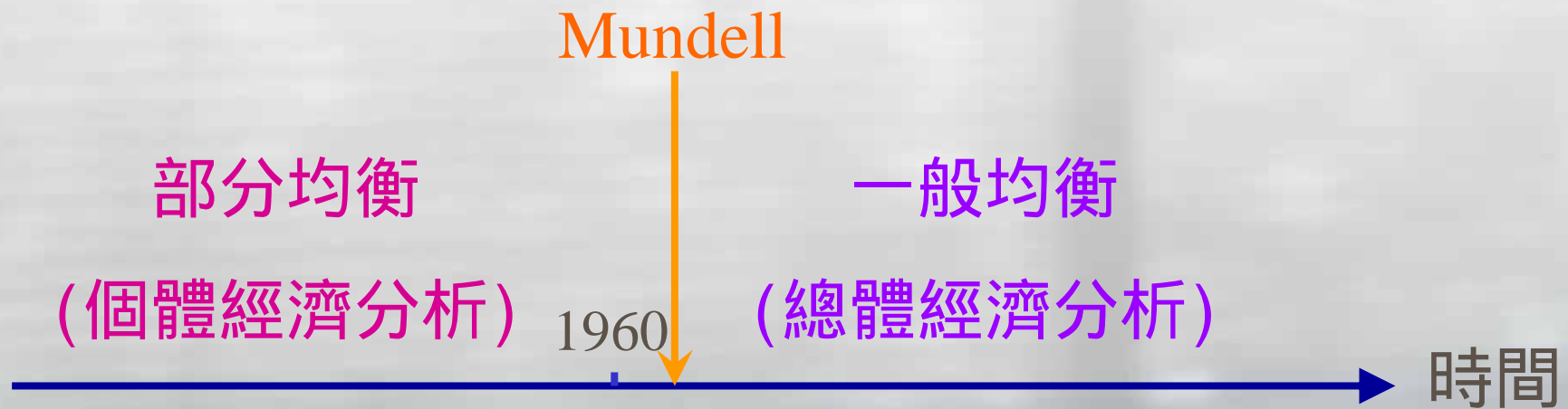
時間



國際金融理論的一般均衡分析



國際金融理論的一般均衡分析



國際金融領域重要的領導學者

■ 1960年代

- Robert A. Mundell

■ 1970年代中期至1990年代

- Jacob A. Frenkel
- Rudiger Dornbusch

■ 1990年代迄今

- Paul Krugman
- Maurice Obstfeld
- Kenneth Rogoff

國際金融理論創新及發展的根源

- 新的金融問題浮現
- 新的總體經濟理論的誕生



國際金融理論的創新與發展：1960s

Mundell-Fleming模型

- Mundell (1963) 及Fleming (1962) 兩篇經典著作都是在討論財政政策與貨幣政策在固定匯率及浮動匯率的相對產出效果。
- 晚近，Marston (1985，頁866)在一篇文獻回顧的作品中就提到，“在國際金融領域的論著中，能像Mundell (1963) 及Fleming (1962) 產生那麼重要影響的論文實在很少。”

國際金融理論的創新與發展：1960s

Mundell-Fleming 模型

1960年代末期之前：物價水準平穩



年

國際金融理論的創新與發展：1970s

1970

1980

1990

時間

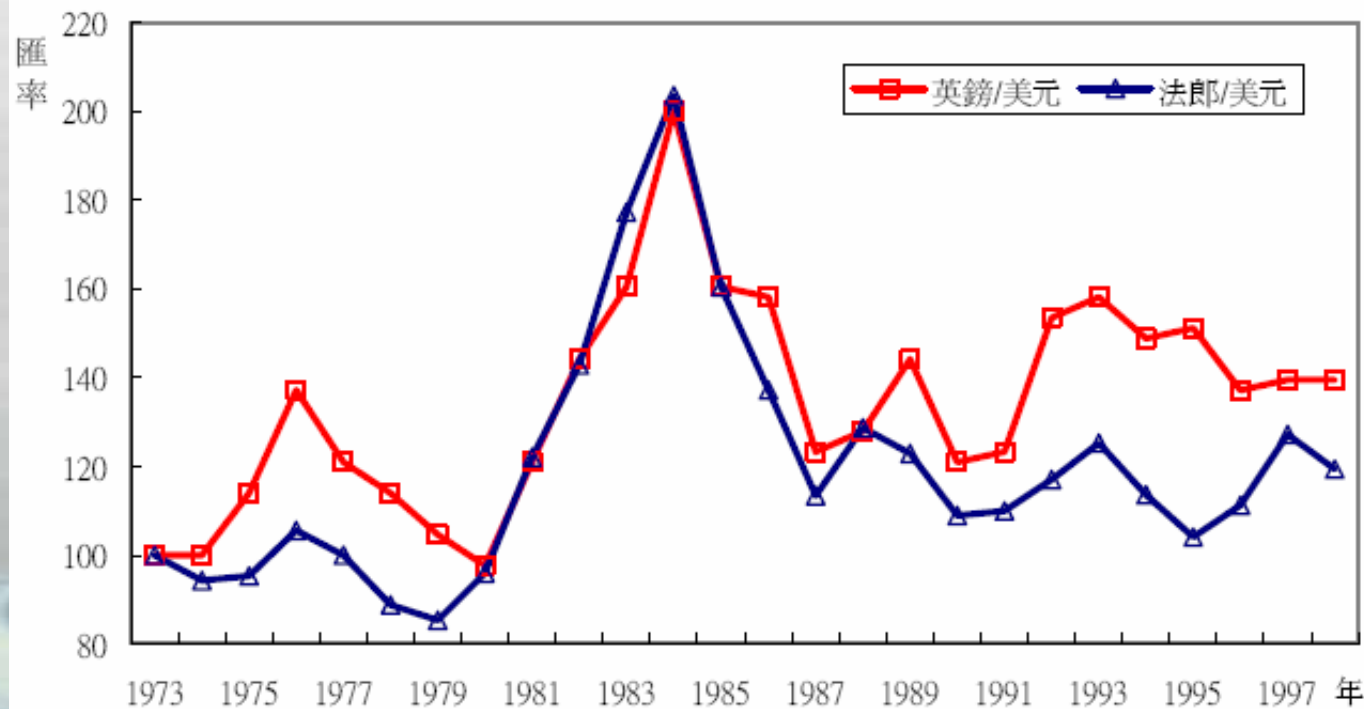
↑
浮動匯率制度



1973：浮動匯率制度

■ 匯率大幅波動

圖二 美元匯價的調整：1973-1998年



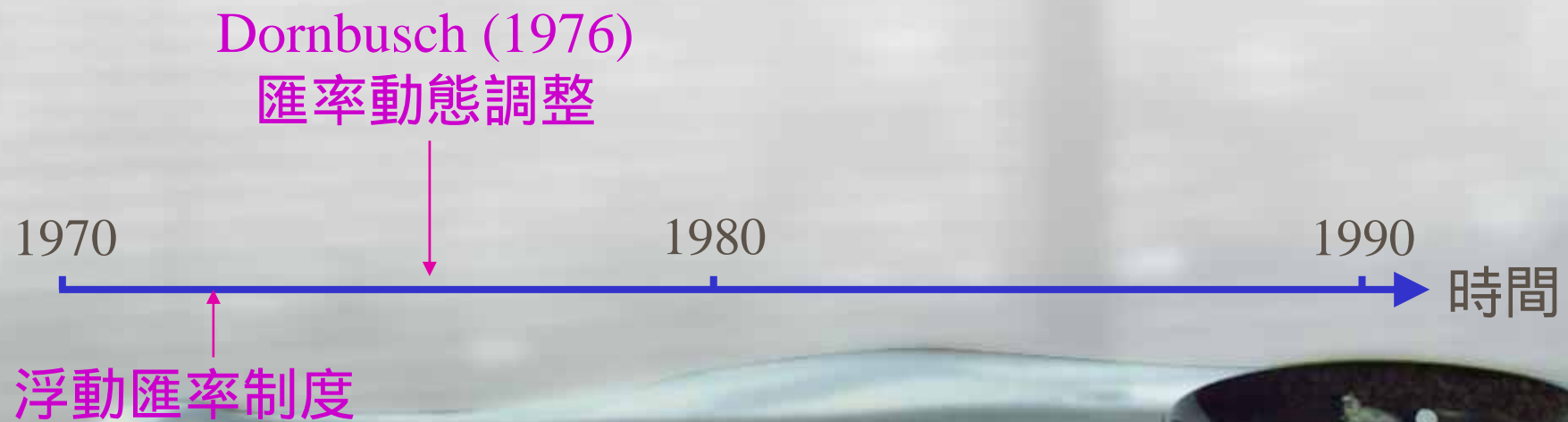
資料來源：教育部電算中心 AREMOS 資料庫之國際貨幣基金國際金融統計資料庫(IMF)。
附註：1973年資料=100。

國際金融理論的創新與發展：1970s

- 工業化國家改採浮動匯率制度之後，卻發現早期Friedman (1953)所描繪的那些浮動匯率制度將可透過價格機制(匯率)平穩地調整，而順暢地運作的美好遠景，並未實現；相反地，匯率卻呈現大幅的波動。

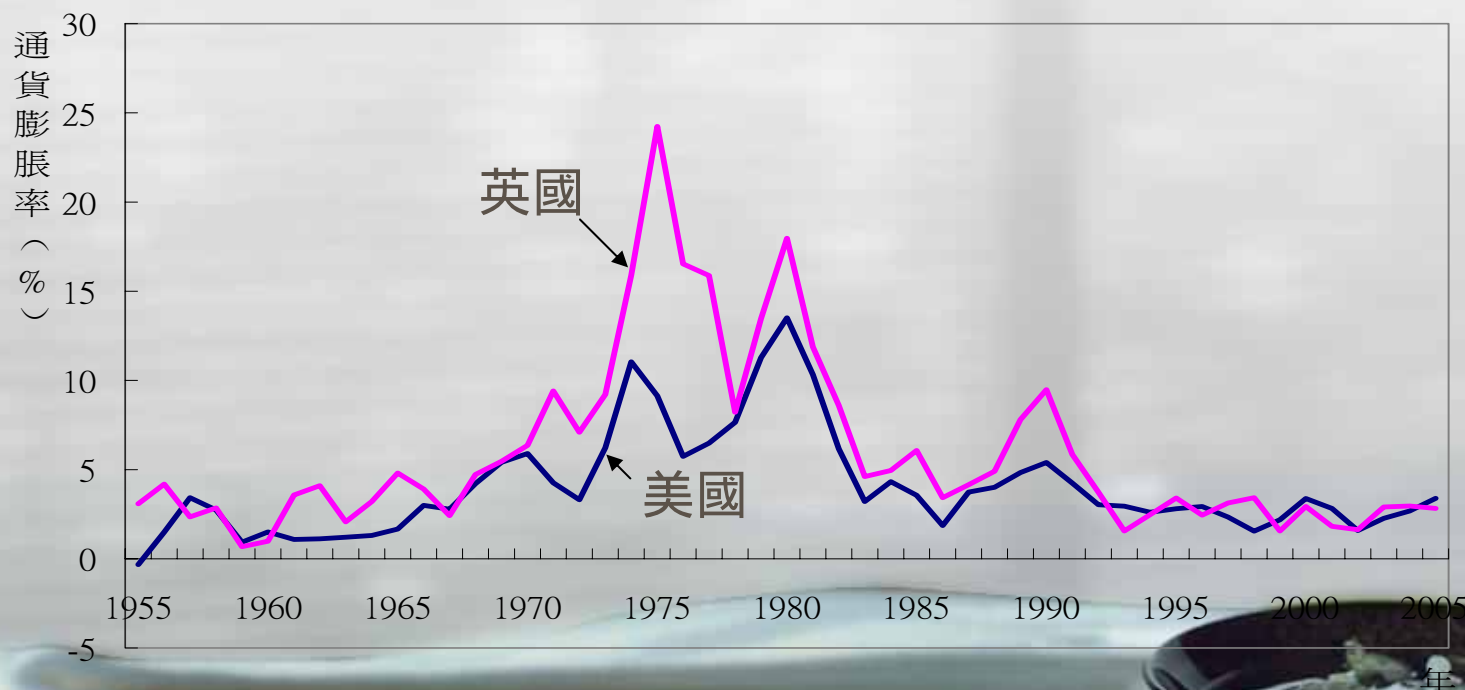


國際金融理論的創新與發展：1970s

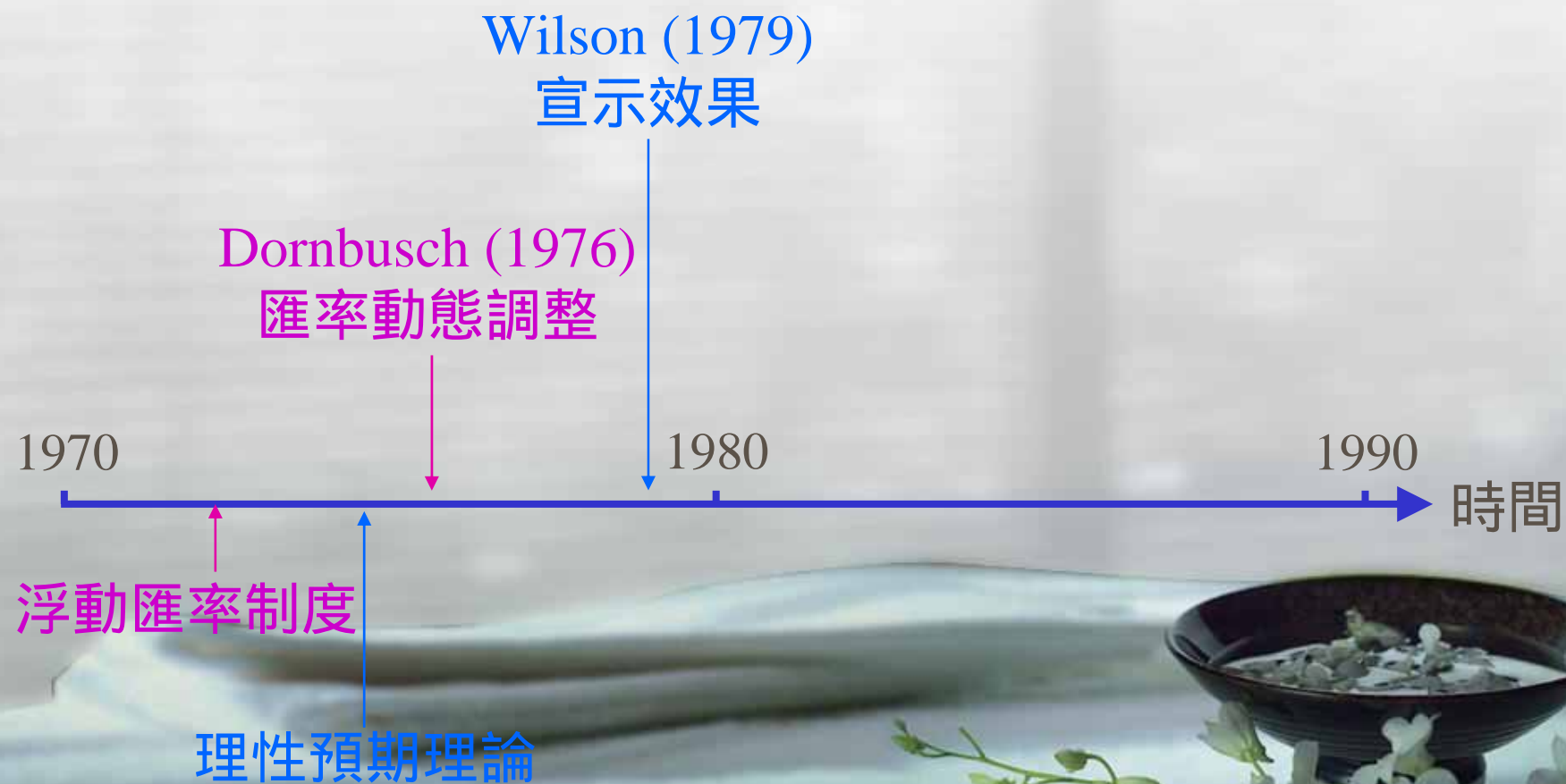


國際金融理論的創新與發展：1970s Dornbusch (1976) 模型

- 1960s末期-1980s初期：物價大幅波動



國際金融理論的創新與發展：1970s



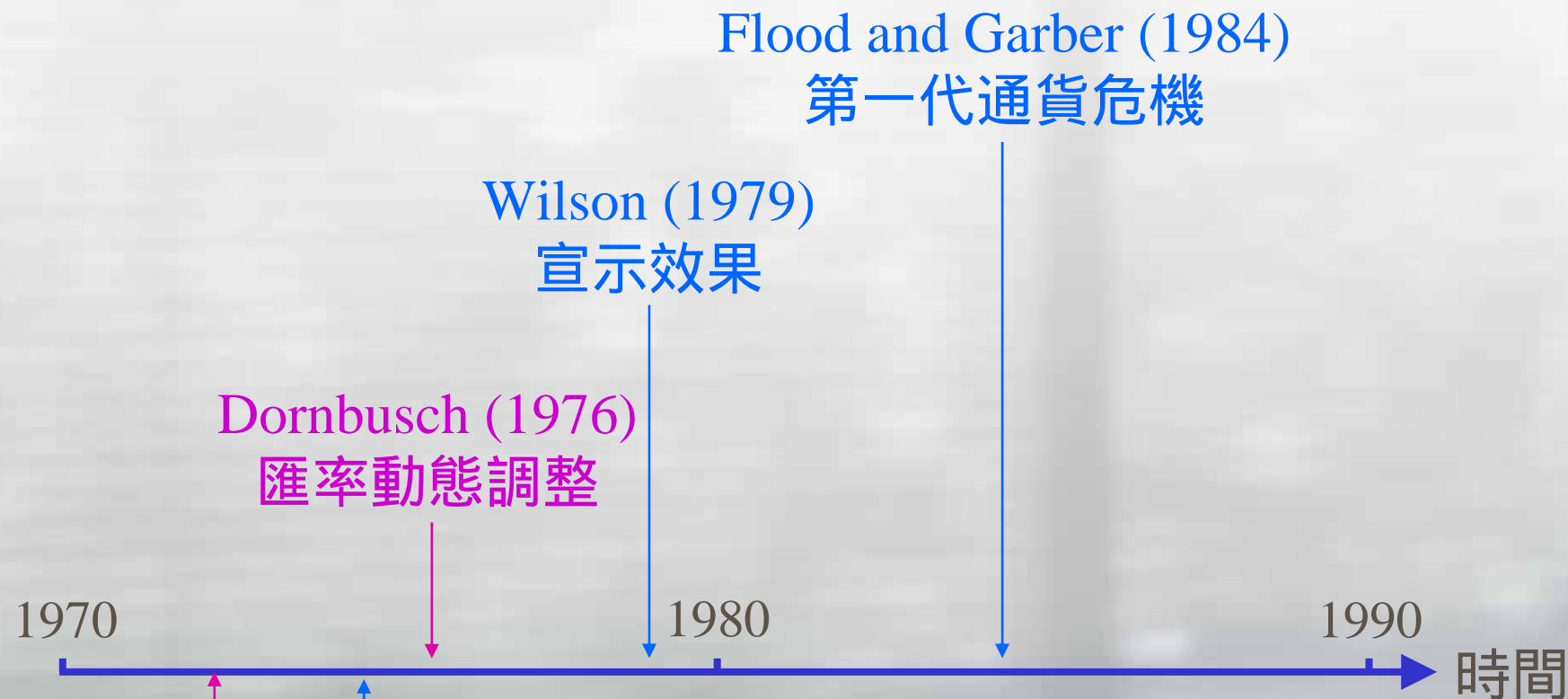
國際金融理論的創新與發展：1970s

宣示效果

- **未演先轟動**：事前宣示的政策在宣告之際（但尚未執行），就已經帶動整體經濟的調整。
- 理性預期理論所具有的前瞻性特質可以很清楚地解釋，民眾在接收到政府事先所發佈的資訊情報之際，將會立刻修正他們原先對於相關經濟變數（例如股價、房價、及匯率等）未來的預期；一旦民眾改變預期，他們將會隨之改變原先規劃的消費及生產行為，從而促使整體經濟在政策尚未執行之前，就已經先行調整。



國際金融理論的創新與發展：1980s



浮動匯率制度

理性預期理論

Dornbusch (1976)
匯率動態調整

Wilson (1979)
宣示效果

Flood and Garber (1984)
第一代通貨危機

1970

1980

1990

時間



國際金融理論的創新與發展：1980s

第一代通貨危機

- 墨西哥 (1973-1982)
- 阿根廷 (1978-1981)
- 智利 (1981-1982)
- 巴西 (1986)



國際金融理論的創新與發展：1980s

第一代通貨危機

- 一個原先採用固定匯率制度的國家，由於貨幣當局實施寬鬆的貨幣政策，造成國際收支持續的赤字及外匯存底持續的流失。由於外匯存底一旦流失殆盡，除非向外借款，否則央行勢必棄守固定匯率制度，改採浮動匯率制度。很明顯地，如果民眾有前瞻性的預期，則他們必定掌握央行未來將會改採浮動匯率制度且本國貨幣未來將會貶值的資訊，民眾有前瞻的預期將會促使他們事先搶購外匯(美元)，這項民眾事先因應的搶購外匯行動被稱為「**投機性炒作(speculative attacks)**」。

國際金融理論的創新與發展：1980s



國際金融理論的創新與發展：1980s

跨時最適化模型

- 國際金融自1980年代初期就由幾位當時已經嶄露頭角的年輕學者Calvo、Obstfeld、及Svensson等領軍，另創強調最適化及跨時性風格的研究方法。
- 強調最適化及跨時性的最適控制模型之推展，理性預期理論所創造的前瞻性特質仍然扮演極為重要的角色。



國際金融理論的創新與發展：1990s

Krugman (1991)
匯率目標區

1980

1990

2000

時間



國際金融理論的創新與發展：1990s

匯率目標區

- **Williamson (1983)**：匯率目標區係一央行干預外匯市場的法則。它是指，央行只有在匯率脫離上限匯率 (upper exchange rate) 及下限匯率(lower exchange rate) 所構築的區間 (band) 時，才會進入外匯市場買賣外匯，讓匯率回復區間內的水準；否則，央行放手讓匯率於區間內自由浮動。



國際金融理論的創新與發展：1990s

Krugman (1991)
匯率目標區

Obstfeld (1994, 1996)
第二代通貨危機

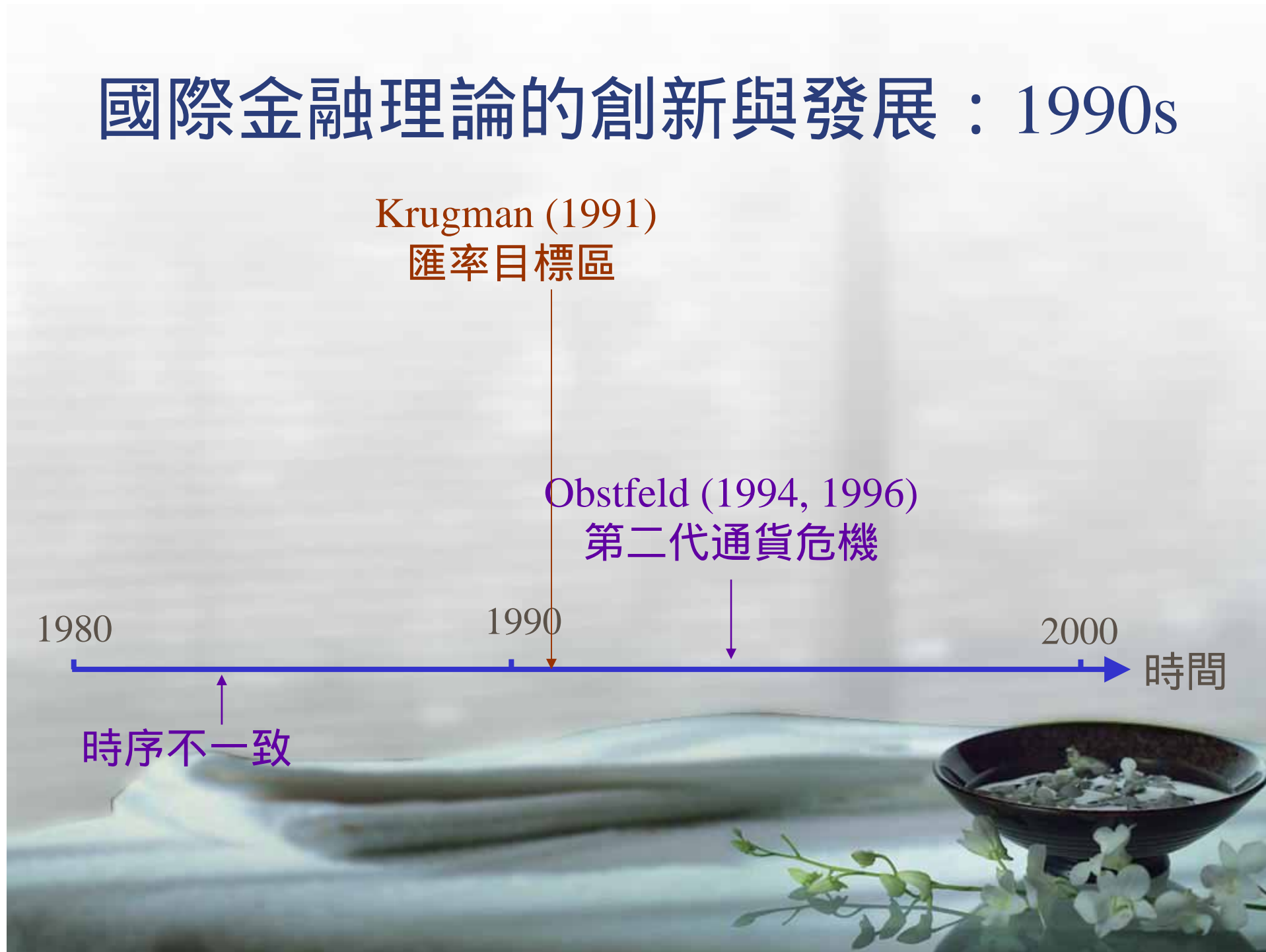
1980

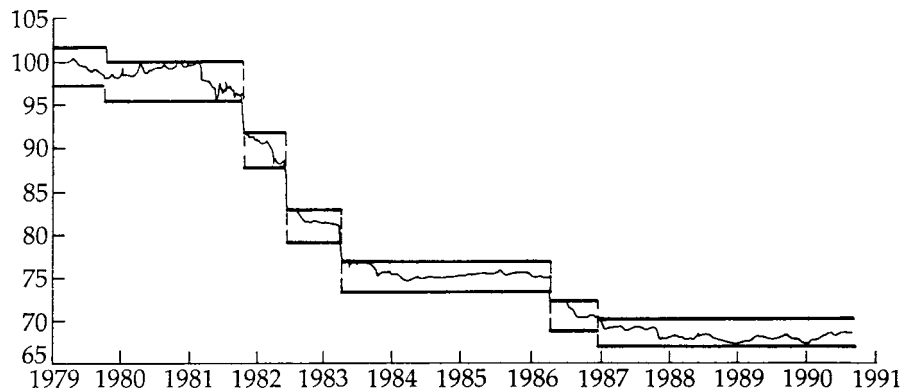
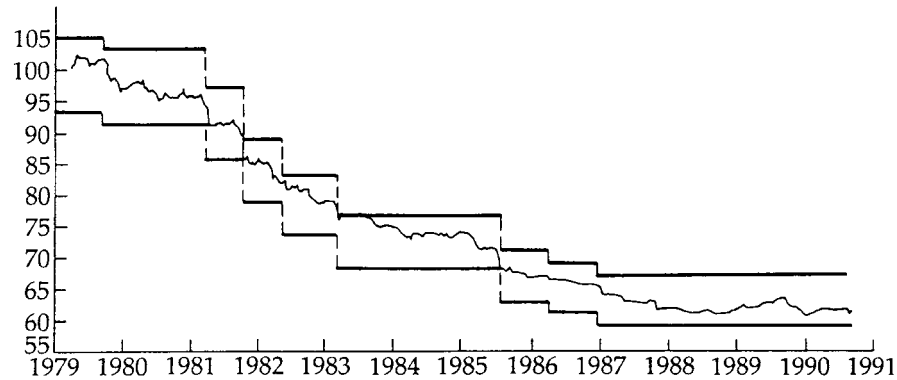
1990

2000

時間

時序不一致





資料來源：De Grauwe (1994, 頁120)。

附註：是期初(1979年1月)的匯率。

圖11.5上半部分是1979-1991年德國馬克與義大利里拉的匯率變化情形，下半部分則是德國馬克與法國法郎的匯率變化情形。該圖明確地表達，一旦匯率脫離央行原先所想維持的目標區的區間，則央行很有可能重新訂定新的中心匯率及新的匯率目標區。

國際金融理論的創新與發展：1990s

第二代通貨危機

- 義大利 (1992)
- 英國 (1992)
- 法國 (1993)
- 墨西哥 (1994)

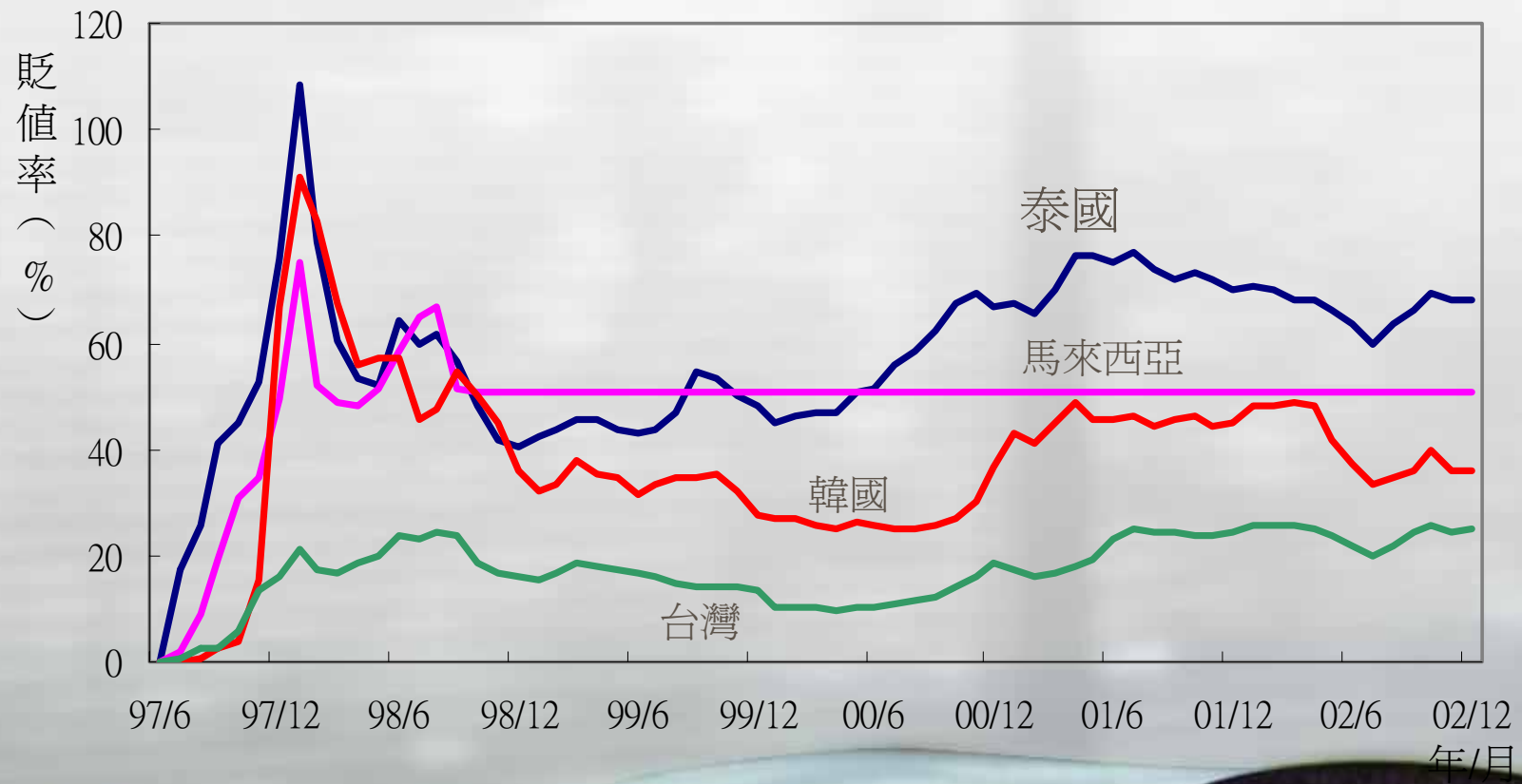


國際金融理論的創新與發展：1990s

第二代通貨危機論點：

- 匯率制度的崩潰，是由於捍衛該匯率制度的代價太高，促使央行不得不放棄該匯率制度。以這個觀點而論，如果民眾本身預期央行將改變原先的匯率制度，則央行捍衛原先匯率制度的代價將隨之提高，從而可能促成匯率制度真的崩潰，此即所謂的“自我兌現的匯率制度危機”。





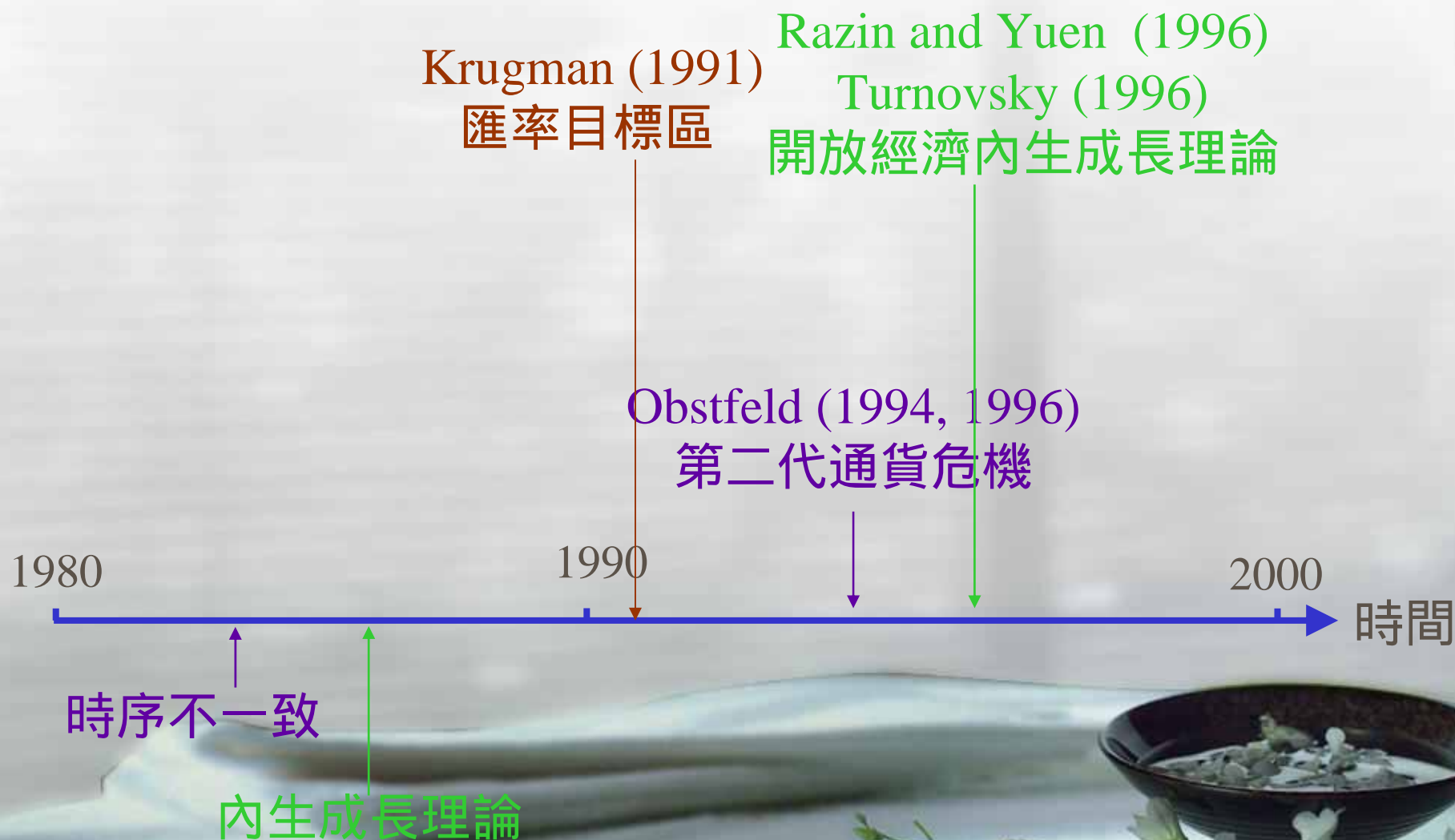
資料來源：教育部電算中心AREMOS資料庫之國際貨幣基金會國際金融統計資料庫(IMF)

第一代通貨危機與第二代通貨危機之比較

- **第一代通貨危機**：市場基本面不佳
- **第二代通貨危機**：民眾信心不足
(預期悲觀)



國際金融理論的創新與發展：1990s

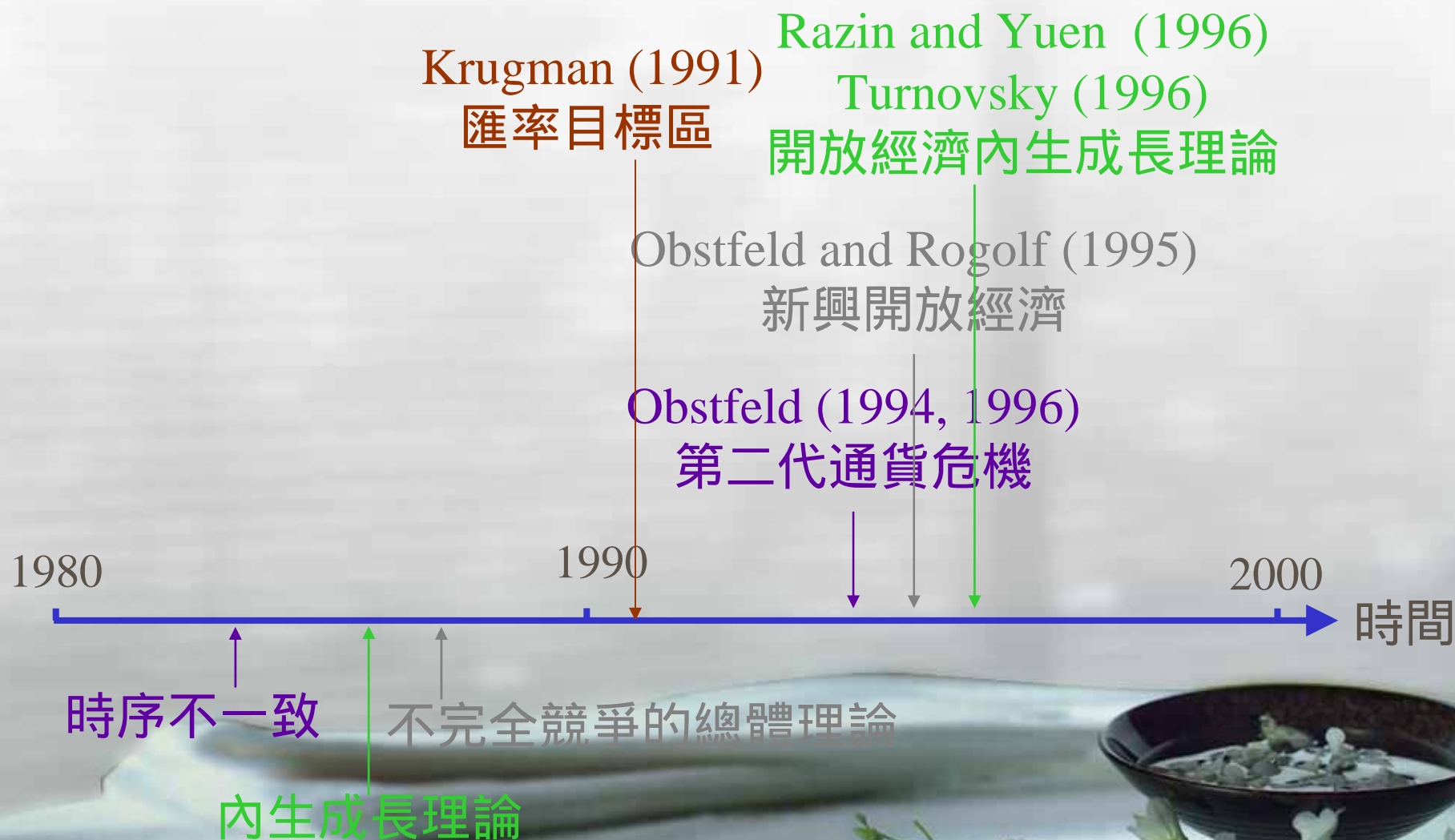


國際金融理論的創新與發展：1990s

開放經濟內生成長理論

- 截至目前為止，或許是由於計算太過於複雜，既有的開放經濟內生成長議題的研究幾乎皆停留於「實質面」的範疇，它們皆有意地忽略貨幣的角色；也就是說，既有的文獻皆侷限於討論「物物交換」(出口品換進口品)的經濟體系。這樣的特殊限制對於國際金融領域而言是明顯地不搭調，因為國際金融特別重視「名目匯率」的機制，而「名目匯率」正是本國貨幣與外國貨幣交換的比率，拿掉了貨幣，就有如拿掉國際金融的本質，無法討論「名目匯率」的變化情形。

國際金融理論的創新與發展：1990s



國際金融理論的創新與發展：1990s

不完全競爭的總體理論

■ 三種理論設計

■ Dixon (1987)

- 商品市場為寡占市場

■ Startz (1989)

- 商品市場為獨占性競爭市場

■ Benhabib and Farmer (1994)

- 中間財市場為獨占性競爭市場



國際金融理論的創新與發展：1990s

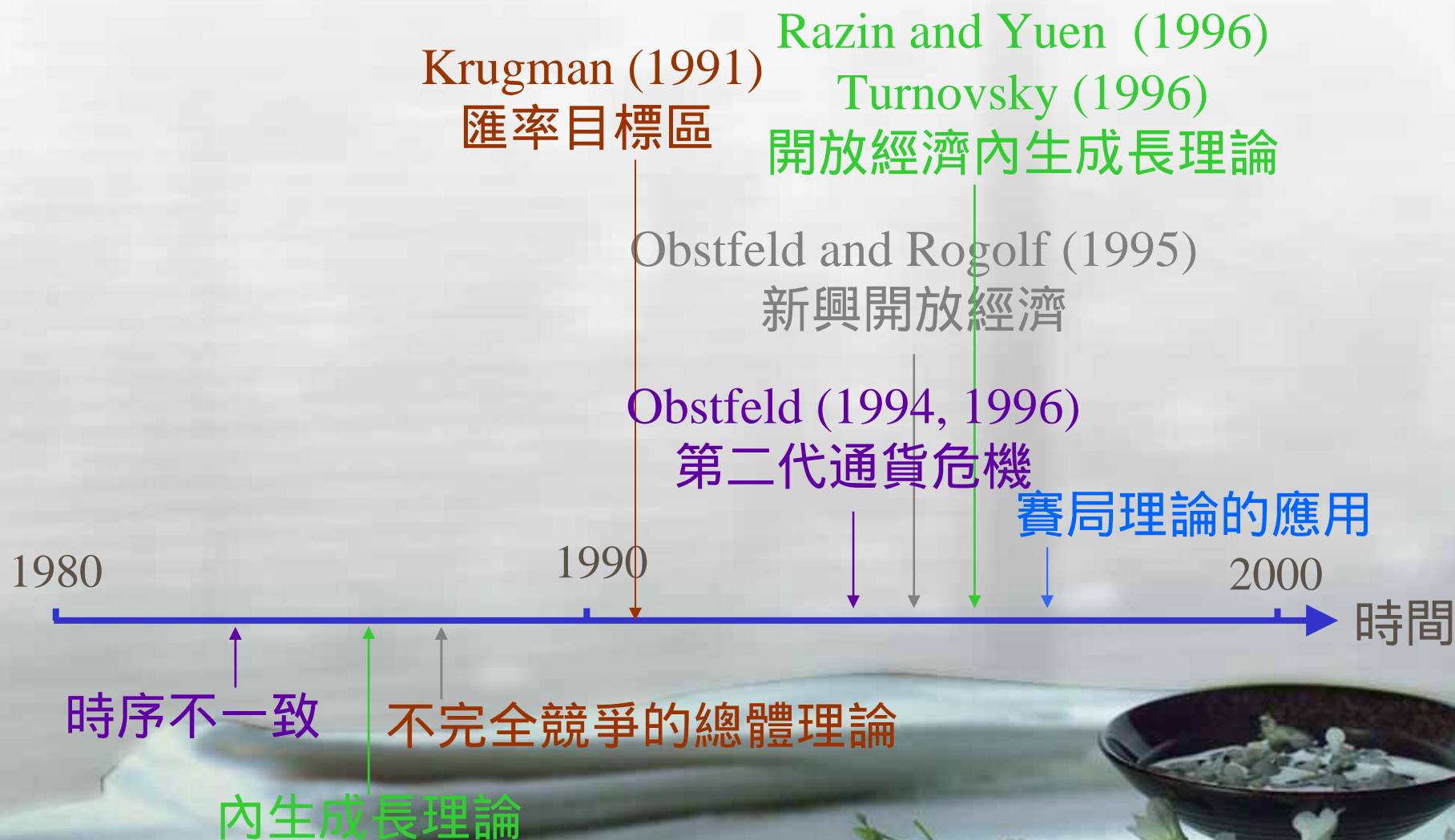
不完全競爭的總體理論

■ 三個特性

- 綜合了新興古典學派的“跨期分析”以及新興凱因斯學派“不完全競爭市場”的特性於一身。
- 「新興開放經濟理論」引進了市場不完全競爭的機制，為商品市場或要素市場製造了扭曲。
- 由於「新興開放經濟理論」奠基於個體基礎的分析，這將有利於我們從事規範性質的福利分析。



國際金融理論的創新與發展：1990s



國際金融理論的創新與發展：1990s

賽局理論的應用

- 工會與廠商談判：工資談判理論
- 政府與工會的談判：貨幣賽局
- 政府與政府的談判：國際協調合作



國際金融理論的創新與發展

表一 重要國際金融理論出現的背景

	金融事件	總體經濟理論
匯率動態調整	匯率大幅波動	
政策宣示效果		理性預期理論
第一代通貨危機	墨西哥、阿根廷、智利、巴西等國的通貨危機	理性預期理論
跨時最適化模型		消費與投資的最適控制理論
匯率目標區	歐洲貨幣體制	
第二代通貨危機	歐盟國家及墨西哥等國的通貨危機	時序不一致理論
開放經濟的內生成長理論		內生成長理論
新興開放經濟理論		不完全競爭的總體理論
賽局理論的應用	歐洲貨幣同盟成立	工資談判理論



A photograph of a sunset over a body of water. The sky is filled with vibrant orange and red hues, with dark, silhouetted clouds. The water reflects the colors of the sky. In the foreground, the silhouettes of a pier on the left and a boat on the right are visible. The text "Thank You" is centered in the middle of the image in a white, italicized font.

Thank You