

美國實施第 3 輪量化寬鬆 (QE3) 政策 對全球經濟之影響

The Impact of the US's Implementation of Round III Quantitative Easing Policy on the Global Economy

聶建中 (Nieh, Chien-Chung)

淡江大學財金系教授

壹、前言

依著總體經濟三大基本變數 (macro-fundamentals) —— 經濟成長、物價通膨與失業的消長，政策調控以成長 (growth) 與穩定 (stability) 為兩大政策追尋目標。然而，國家多以「穩定中求發展」為施策重心，即先求得顧及庶民的控制合理物價通膨率與失業率，使雙率合成的痛苦指數 (misery index) 不致過高後，再追求一國之經濟成長率。追尋一國經濟成長並穩控痛苦雙率的方式，不外乎祭出政府支出與稅收之「財政政策」(fiscal policy) 及貨幣價量調控之「貨幣政策」(monetary policy)。寬鬆的財政及貨幣政策都有助經濟的提振、失業的打消，但多半也是通膨發生之重要領先因子。政策之施予，當「財政手」施力無門之時；祭以「貨幣手」就成了必行之路。然而，貨幣政策有管「價」與管「量」兩種，「價」為「利率」，「量」即為政策調控的「貨幣供給額」，當利率水位已嚴重地落之時，為避免利率枯竭所將引發民眾實質貨幣持有呈現負值現象，管「價」的貨幣政策就絕非上策。此時，管「量」的貨幣政策就施之必然。

然而，當傳統的貨幣政策利率傳導機制受阻，¹ 無論傳統管價或管量的貨幣政

¹ 凱恩斯的流動性陷阱 (liquidity trap) 理論恰可充分解釋傳統利率傳導機制作用的喪失；傳統利率傳導機制失效的背後有三個關鍵因素：(一) 央行無論如何增加貨幣供給或降低基準利率都無法降低短期利率和短期利率預期；(二) 長期名義利率由於風險溢價和流動性溢價異常的高，即使短期利率降下來也無法實現長期利率的降低；(三) 通貨緊縮導致的社會物價水準持續下降會促進長期實際利率持續攀升。

策都失效而經濟增長面臨長期蕭條時，就可能必需採取以「修正市場利率預期」和「恢復貨幣政策傳導機制」為目標的非常規的貨幣政策操作，或稱「非傳統貨幣政策」。「非傳統貨幣政策」通常具有以下幾個基本特徵：(一)在一定條件下維持低利率的政策承諾；(二)超常規模基礎貨幣的注入；(三)直接參與長期信貸和資產市場。

此間，美國經濟復甦力道步履蹣跚，失業窘境居高不下，為提振復甦步履蹣跚的經濟，為去化居高不下窘境的失業，另在物價通膨疑慮不大之際，藉以擴張型的寬鬆政策擴張經濟有其必須。然而，自金融海嘯之後，歐美各國的擴張型財政政策似乎都對衰敗經濟體束手無策，且美國政府面臨著 2013 年度「自動減支機制」的「財政懸崖」窘境，²更在早已趨近於零利率水位 (0~0.25%) 的市場貨幣價格，且傳統的貨幣政策將施力無效下，祭以「非傳統」的「量化寬鬆貨幣政策」(Quantitative Easing, QE) 就似乎成了美國 FED 無他選擇的最佳緊急救市良方 (QE 運作方式請參考圖 1)。³美國 FED 以主投手角色投出 QE1、QE2 兩回擦棒球後，此回投出 QE3，能否成功三振高失業率，讓陰霾景氣出局，大家都在關切。

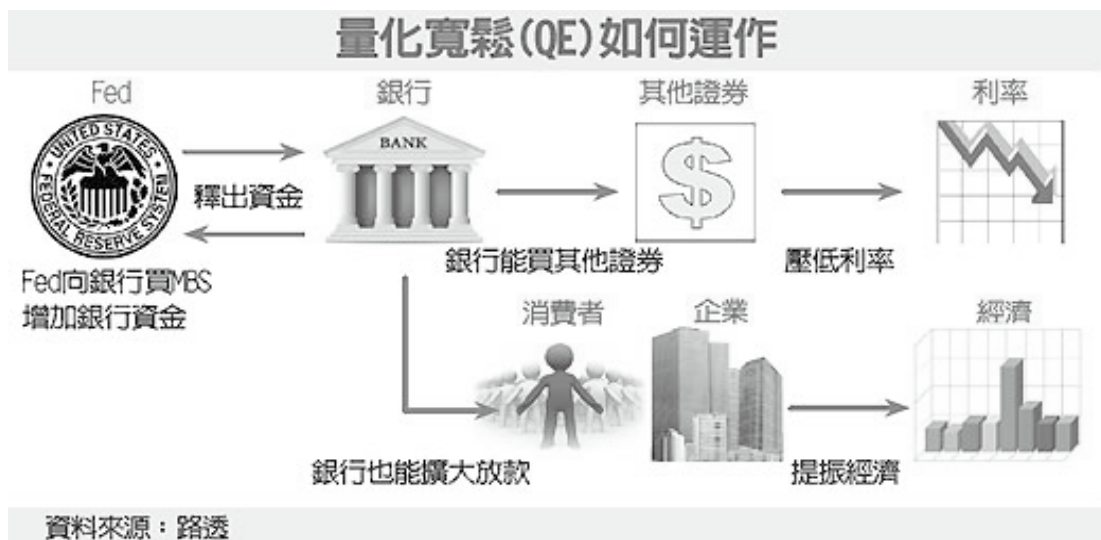
貳、美國推出 QE3 之動機意涵與過去 2 次 QE 措施之主要差異

回顧 2008 年 11 月 25 日，美國 FED 宣布 QE1，實施至 2010 年 3 月底共計 16 個月，方式以購買 MBS 1.25 兆美元、美國國債 3,000 億美元及機構證券 1,750 億美元為主要，合計金額 1.725 兆美元。美國 QE1 的祭出時點，主要乃因應雷曼兄弟事件後的重創全球經濟的「金融大海嘯」為主軸，QE1 的祭出，雖不能謂徹底解決了海嘯衝擊的經濟與金融困境，但多少讓美國避過「金融海嘯」的嚴重衝擊，算是對其經濟力道的撐盤展現出些微功力。

QE2 亦然，QE1 結束而救市功能衰減後，在撐過 2010 年半年多的低迷景氣

² 2011 年 8 月發生美國債務上限 (debt ceiling) 危機，美國民主和共和兩黨在是否提高債務上限或應否加稅減支的問題上產生激烈辯爭，亦就美國憲法應否修定聯邦政府開支上限、平衡預算案等議題爭論不修。終於，共和黨主導的美國眾議院在 8 月 1 日以 269 票對 161 票通過議案調高舉債上限及減少赤字，未來 10 年將減少赤字 2.5 萬億美元，而且提高政府的舉債上限至少 2.1 萬億美元，議案中沒有民主黨要求的加稅和平衡預算；而民主黨主導的美國參議院在 2 日以 74 票對 26 票通過議案，由歐巴馬總統簽署議案，結束債務上限危機。根據協議，除非美國國會在 2012 年年底之前啟動新的措施，否則從 2013 年起將自動增加數百億美元的稅收，並大幅削減政府開支。

³ 「量化」乃擴大一定數量的貨幣發行，「寬鬆」乃減少銀行儲備必須注資的壓力。



(2012 年 9 月 25 日經濟日報綜合外電報導)

圖 1 量化寬鬆 (QE) 之運作方式

及高失業率，2010 年的 11 月 3 日美國 FED 再祭出新一輪的量化寬鬆政策，即所謂的 QE2，此新一輪 QE 以 8 個月為期限，月購美國長期國庫券 750 億美元，直至 2011 年的 6 月共 8 個月，合計市場貨幣供給挹資金額 6,000 億美元。QE2 的功能，同樣讓美國得以在通膨率不高之情況下，稍稍舒緩低經濟成長與高失業率之嚴重雙困境，但其力道似顯微弱。市場人士甚至指出，其所得到的效果非常有限。

QE1 及 QE2 共計於資本市場中釋出超過 2.3 兆美元的大量資金，不列顛森林協議 (Breton Woods system) 期間，美元曾作為主要國際貨幣準備 (international monetary reserve)，時至今日，早已成為全球主要慣用貨幣，印再多鈔票，國際都將替其買單，因此，對國際金融市場而言可謂為一大筆國際熱錢。國際熱錢的全球灌注，使兩回 QE 都造成全球全球股市、黃金、原油等風險性資產之推升，而美元呈現弱勢，美元指數續跌而相對匯兌國家貨幣走升，尤以新興市場貨幣走升最為明顯，且熱錢帶動新興股市大漲。

若要問 QE3 與前 2 輪 QE 有何不同？其實購買銀行金融資產 (如：MBS) 等的貨幣寬鬆方式與作法與前 2 輪 QE 皆相似，最大不同在於此回 QE 沒有時間和總數量的承諾限制，此將增加市場未知變數，使金融資產走勢難測。

2012年9月13日，美國續推第三輪的量化寬鬆政策（QE3），此時對於此新一輪QE推出時機之動機與意涵，令人關注。由於歐巴馬上任近四個年頭，選舉在即，因此除了經濟動機之外，不免讓人會將QE3與政治因素連結考量。

一、經濟動機

先自「經濟動機」談起。由聯邦公開市場委員會（FOMC）於美國FED召開2天決策委員會議後發布的聲明全文中可看出，美國FED著眼強調著提振美國經濟的必要性為推出QE3之重要動機。文中強調著：近幾個月，美國經濟活動以溫和的速度擴張，就業成長緩慢，失業率仍居高不下，家庭支出持續增加，但企業固定投資成長似已減緩。另外，雖然部分主要商品價格近來上漲，但通貨膨脹仍偏低，較長期通貨膨脹預期仍然穩定。⁴因此，為支持持續朝著最大就業與物價穩定進展，委員會嘗試進一步政策性寬鬆，企圖使經濟成長強勁，讓勞工市場改善。此外，歐債使然的全球金融市場緊縮，持續為經濟展望帶來重大下降風險，亦為美國FED推出QE3的重要動機之一。

此回，美國FED所宣布執行的QE3，內容主要有3個：包括（一）每個月購買機構抵押貸款擔保證券（MBS）400億美元；同時將（二）繼續執行扭轉操作（operating twist）直至今年底；（三）延長維持聯邦基金利率（Federal fund rate）之低利率水準目標範圍於0至0.25%的承諾，從原來的2014年延長至2015年中。

美國FED所採取的QE3積極政策，仍遭到許多嚴厲批評。⁵柏南克因此提出三點說明以反駁批評之聲：（一）FED做的不是財政政策；（二）低利率對存款人不利，但只要經濟轉強，存款人的情況就會好轉；（三）FED並未引發通貨膨脹，物價仍相對穩定。

二、政治動機

美國FED推出QE3亦有政治動機一說。美國在執行QE1和QE2時，沒有國內選舉的紛爭，因而大規模地挹注資金至市場，降低利率，讓美元走貶，強化美國的出口競爭力，藉以提振經濟，削減失業數字，美國國內自然沒有強烈的反

⁴ 委員會預期，美國中期之通貨膨脹率處於或低於其2%的目標。

⁵ 前FED經濟學家曼恩（Catherine Mann）可以代表反對方的意見。她認為，FED希望經濟成長加速，尤其是增加更多工作機會，但QE在這方面的能力，實在有限。因為根據資料顯示，前2次的QE總額高達2.3兆美元，對市場挹注大量的資金，10年期公債殖利率因而下降了約1個百分點，創造了約二百萬個工作機會。現在QE3的規模較小，雖然也可以多少創造出一些工作機會，但至2012年8月為止，美國仍有1,250萬人失業，要真正再降低失業率，恐怕需要很長很長的時間。

對聲浪。此回 QE3 的推出，雖然沒有時間和總數量的承諾限制，明白表示著這不是個短期的經濟刺激措施，它甚至將低利率政策再延長至 2015 年，用來凸顯其著眼長期的用心，以避開為執政黨拉票的疑慮。然而，此回 QE3 被 FED 巧妙推出，不免讓人對兩個月後就要總統選舉的政治面考量產生聯想。共和黨總統和副總統候選人羅姆尼和萊恩均明示反對 QE3。田納西共和黨參議員科克更直言，柏南克給美國聯準會帶來嚴重損害，導致 FED 政治化，而且對美國的長期發展前景沒有幫助。

參、美國實施 QE3 之預期成效及其影響

上節已提過，無論是 16 個月的 QE1 或是 8 個月的 QE2 期間，皆同樣讓美國在通膨率不高之情況下，稍稍舒緩低經濟成長與高失業率之嚴重雙困境，但其力道顯得微弱，甚至有人認為其所得效果非常有限。此回 QE3 的最大不同點在於沒有時間和總數量的承諾限制，美國祭出此策，希望能適時反轉居高不下的失業及提升緩步成長的經濟。若國際間經濟情勢好轉、金融市場活絡度提升，一定時間過得了景氣復甦門檻後，則美國經濟得以受惠於無時間限期加注的 QE3，使國內失業之苦也得以舒緩。至於效用遞減之有無可能發生，就要端看全球總體經濟的全盤表現如何了。

另外，對美國本體經濟，QE3 的推出，短期間經濟與失業得以提振舒緩，但隨之推升的物價通膨，將加重中產企業成本負擔，加深企業經營獲利困境，中期反將拖曳美國的經濟成長，使失業回升。國際原油每桶上漲 10 元，美國通膨上升 0.3% 而景氣下滑 0.3% 的分析報告終將佐證此景氣循環的真象。

若單純以股市投資市場而言，前 2 次的 QE 皆對美國股市有明顯推升助長之功效。(詳圖 2)



圖 2 美國標普 (S&P 500) 股指走勢圖

肆、QE3 對全球、新興經濟體及臺灣經濟之利弊影響

9月13日後的全球金融市場、國際商品市場，慶祝行情似的迎接著美國第3輪量化寬鬆 (QE3) 政策的到來。臺灣股市與匯市、國際油價與金價，皆不落人後的順勢應聲大漲。

先針對國際行情受QE之影響進行分析。國際間慣用已久的強勢美元，印再多鈔票，全球都將為其買單，國際熱錢隨QE3將再流竄全球，其影響宜短、中、長期分別分析之。對全球原油價格、商品價格、甚至糧食價格，短期間在熱錢流竄及投機客炒作之下，漲勢必然，回顧QE1的16個月 (2008年12月至2010年3月) 及QE2的8個月 (2010年11月至2011年6月) 間，國際油價、CRB商品指數及國際糧價分別漲幅的59%、36%、20%及30%、10%、15%便可探知 (參見附表1)。

附表 1 美國量化寬鬆政策對國際原物料及商品行情比較

單位：%

QE 次序	期間	月數	CRB 指數	糧價	油價
QE1	2008/12~2010/3	16	36	20	59 (>140)
QE2	2010/11~2011/6	8	10	15	30 (>120)
QE3	2012/9~~~				

資料來源：作者自行歸納整理

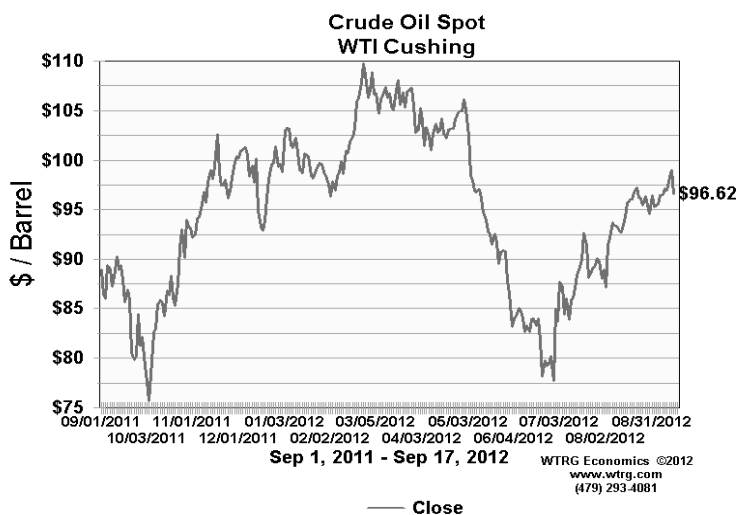


圖 3 油價走勢圖（2011/9/1~2012/9/23）

QE 對全球資產商品行情之影響，尤以石油價格及黃金價格最受關注。圖 3 為最近 1 年間之油價走勢圖。前兩輪之 QE，國際原油價格漲幅甚大，QE1 的 59% 及 QE2 的 30%，價位分別標破過 140 美元 / 桶及 120 美元 / 桶。市場分析家因此多有預期此回 QE3 會再度推高油價，但 9 月中下旬的這些天以來，油價走勢不漲反跌之勢，讓人不免認知到市場先期預期的過渡加碼，使蜜月期間縮短。當然，資產走勢之影響因素有許多，在供需條件不變的假設下，單就 QE 的推出，油價上升走勢才符合理論依據。

再就黃金價格來探討。與油價同樣的 QE 將推漲金價上升走勢之理論依據，因為黃金尤為美元之重要避險工具，因此美國 QE 的推出，使美元走弱，間接的，其互補性的黃金價格勢必走升，只是預期 QE 推出就已進場的先知先覺行家，早在低檔布局而推升黃金價格到了一定水位，一旦蜜月期過了，再要點到 2011 年 9 月之 1920 美元 / 盎司之高點價位實屬難事。（圖 4 為 2007 年 9 月至 2012 年 9 月之近 5 年金價走勢圖）。



圖 4 金價近 5 年走勢圖 (2007/9~2012/9)

QE1 和 QE2 的執行，導致新興國家的貨幣大幅升值，成為新興國家的夢魘。當時巴西財政官員還因此大聲疾呼，全球貨幣戰爭開打了，同時對流入的熱錢採取課徵稅負的措施，以阻止大量資金的湧入。新臺幣的走勢也是如此，在 2008 年 11 月至 2010 年 3 月的 QE1 期間，新臺幣升值了 4.43%；在 2010 年 11 月至 2011 年 6 月的 QE2 期間，新臺幣升值 6.43%。

這次的 QE3，雖然其作用和方式與前 2 次的 QE 相似，但這一次的承諾卻是沒有時間和數量的限制。這意味著聯準會在可預見的未來，將持續維持資金寬鬆的局面，直至就業市場情勢出現重大好轉。從過去兩次美國實施量化寬鬆政策的經驗可知，在 QE3 之後，亞洲貨幣恐怕仍難以避免升值的壓力，而且在美元持續走貶的環境下，新臺幣恐怕會維持相對高檔的價位，這對於正要全力促進出口的臺灣，乃是極為不利的因素。雖然亞洲各國也會面臨相同的遭遇，不過就今年以來的出口狀況觀察，臺灣的出口情勢是四小龍中，表現最差的國家，如今在美國 QE3 衝擊下，若新臺幣匯率無法維持相對競爭力，對臺灣的打擊將比其他亞洲國家更大。

2012 年 9 月初預期 FED 將推出 QE3 的消息傳出後，亞洲各國貨幣就明顯出現熱錢湧入現象，無論臺幣、泰幣、馬幣、新幣都在 9 月 13 日的 QE3 之前就開始呈現明顯升值走勢。幾天來，新臺幣兌美元匯率日日報升，從 30 急速越過 29.2 門檻，創下 4 個月來的新高，足見熱錢流入的力道之大。問題是，臺灣終究

為出口導向 (export-led) 之國家，升值過大導致出口受限，更將影響臺灣之經濟體質，弱化我國家競爭力，因此，央行幣必須有相應之準備。此時一舉要讓新臺幣匯率升破 29 之關卡，應該也不事件容易的事 (參見圖 5 為 3 次 QE 實施期間之新臺幣走勢圖)。



圖 5 3 次美國 QE 實施期間之新臺幣走勢圖

最後，針對臺灣股市進行分析。國際熱錢資金的流入，對臺灣金融市場之衝擊，除了新臺幣短波強勁走升趨勢顯而易見外，股市短多行情亦不須言喻，圖 6 可觀察出 3 次美國 QE 實施期間之台股走勢圖。



圖 6 3 次美國 QE 實施期間之台股走勢圖

伍、結論

QE3 的推出，雖對美國經濟體有短期的刺激效果，但中長期來看並不見得是「治本」之最佳良方，反而因為導致大宗商品價格之上揚，使中長期間隨之將普遍推升國際間尤以新興市場國家為重的物價通膨，加重中產企業成本負擔，加深企業經營獲利困境，使問題拋到全球。

此回結果所招致影響的最大差異，在此回 QE3 有了過去 2 次 QE 的前車之鑑後，大多市場行情之趨勢走向皆被國際投資客更預前精準判定，使坐享 QE 紅利者皆為市場中之先知先覺者。金融市場先知先覺者，預知美國為提振復甦步履蹣跚的經濟，為去化居高不下窘境失業，預判 QE3 到來而早早挹注投資部位，相對低點切入，順漲勢湧起而坐待穩健報酬；後知後覺者，知曉 QE3 推升行情，消息祭出便市場加碼，期待未來獲利；市場中另有些不知不覺者，觀看 QE3 熱鬧行情，一定時候也可能跟進市場攪和，想分 QE3 紅利一杯羹。但市場終會回歸「零和戲碼」，贏家終將吃定輸家，至於誰會是贏家？誰會是輸家？落定之數，明眼人早已洞察。

熱錢資金的流入，對臺灣金融市場之衝擊，股市短多行情不需言喻，新臺幣短波強勁走升趨勢更顯而易見，但投資獲利明朗好景牽繫著 QE 的時程長短與總量，中期必有景氣循環的反轉空勢，嚴密趨勢追蹤才不致成為被贏家吃定的不知不覺輸家。