



一些令人不悅的凱因斯－明斯基思維

在浩瀚如煙海的經濟學文獻中，有那麼幾篇文章，能成為幫助我們分析問題的終身支柱。其中一篇（至少對我來說是這樣），是湯姆·薩金特（Tom Sargent）與尼爾·華萊士（Neil Wallace）1981年合撰的著名文章〈一些令人不悅的貨幣算術〉（Some Unpleasant Monetarist Arithmetic），發表於明尼亞波利斯聯邦準備銀行的《評論季刊》（Quarterly Review）¹。2003年2月，我在這裡提及這篇文章，²說它在我唸研究所時對我影響重大，啟迪了我有關貨幣／財政政策組合的永續性概念。

薩金特與華萊士運用簡單的算術，證明貨幣／財政政策組合能否持續，取決於以下三個變量之間的關係：

- 貨幣當局維持的短期實質利率水準；
- 經濟的實質成長率；
- 財政當局累積的實質債務餘額成長（由實質財政赤字對實質GDP的百分比決定）。

兩位作者說明，倘若財政當局堅持讓財政赤字對GDP的百分比高於GDP實質成長率，貨幣當局就不可能長期維持高於經濟實質成長率的實質短期利率。因為在這種政策組合下，財政當局的實質利息成本，以對實質GDP的百分比衡量，會指數式上升，而這顯然是不可持續的。

1

本文翻譯自2010年6月份出版之Global Central Bank Focus，僅供專業理財人員參考，需配合專人說明使用，請勿外流。

本文所載資料，包括任何意見、估計或預測，均來自或本諸我們相信可靠的來源，但不保證準確或全面。任何人因信賴此等資料而做出或改變決策，本身須自行承擔一切風險、後果及責任。本文內容非經本公司同意請勿節錄、修改或轉載。本文提及之經濟走勢預測不必然代表本基金之績效，本基金投資風險請詳閱基金公開說明書。

德盛安聯證券投資信託股份有限公司
台北市復興北路378號5、6、7樓及9樓
Tel：(02) 2502-8889
Fax：(02) 2502-1288
<http://www.AllianzGlobalInvestors.com.tw>

德盛安聯投信獨立經營管理
96 金管投信新字第020號



但是，薩金特與華萊士發表該文時，沃爾克（Paul Volcker）與雷根的政策正是如此。這意味著假以時日，貨幣當局必須寬鬆貨幣，要不就是財政當局必須緊縮財政。換句話說，如果貨幣當局緊縮貨幣、實質利率處於高位，使得財政當局因為負債越滾越大而面臨財政難以維持的話，那麼貨幣當局持續對抗通膨的能力就會被侷限。薩金特與華萊士指出，這就像一個懦夫賽局（chicken game），到某個時候，貨幣當局或財政當局總有一方必須妥協讓步。

1980 與 1990 年代過去後，薩金特與華萊士問題的答案已揭曉：聯邦準備理事會堅持對抗通膨，財政當局則妥協讓步，雷根、老布希與柯林頓總統任內均加稅。因此，進入新世紀時，美國已達成穩定物價的目標。歷時二十年的抗通膨戰役勝利了！

遊戲改變，央行獨立性的涵義隨之而變

自這場超長期的通膨抗戰勝利以來，長期風險一直主要是通縮而非通膨，聯準會的兩次抗通縮戰役可證明這一點：2001 年經濟衰退時，聯準會以先發制人的方式抗通縮，此特殊做法成功了！接著是在前次始於 2007 年 12 月、理論上終於 2009 年夏天的經濟衰退中，聯準會以更特殊的做法抗通縮，迄今為止也是成功的！

在這兩個最近期的例子中，聯準會主席葛林斯潘與柏南克均公開表示歡迎政府採行老式的凱因斯財政刺激措施。簡而言之，以往是貨幣當局堅持抗通膨而迫使財政當局妥協，如今則是倒轉過來了：通縮風險蓋過通膨風險時，尤其是在聯邦資金利率維持在零附近、我們已陷入流動性陷阱時，財政當局就反過來支配貨幣當局。事實上，

2

本文翻譯自 2010 年 6 月份出版之 *Global Central Bank Focus*，僅供專業理財人員參考，需配合專人說明使用，請勿外流。

本文所載資料，包括任何意見、估計或預測，均來自或本諸我們相信可靠的來源，但不保證準確或全面。任何人因信賴此等資料而做出或改變決策，本身須自行承擔一切風險、後果及責任。本文內容非經本公司同意請勿節錄、修改或轉載。本文提及之經濟走勢預測不必然代表本基金之績效，本基金投資風險請詳閱基金公開說明書。

德盛安聯證券投資信託股份有限公司
台北市復興北路 378 號 5、6、7 樓及 9 樓
Tel : (02) 2502-8889
Fax : (02) 2502-1288
<http://www.AllianzGlobalInvestors.com.tw>

德盛安聯投信獨立經營管理
96 金管投信新字第 020 號



在這種情況下，貨幣當局可能會被要求執行類似財政政策措施，例如信貸寬鬆（Credit Easing）與量化寬鬆，以增強傳統的財政刺激措施之效果。

對一些人來說，這意味著貨幣當局的獨立性在政治上受損，可能為未來埋下通膨的禍根。我理解此觀點。不過，我更喜歡以較正面的角度看此問題，如柏南克 2003 年 5 月為日本財政與貨幣當局分析問題、提供建議時所說的：

「日本央行 1998 年才完全獨立，之後一直小心保護此獨立性，這是恰當的。但是，就經濟面而言，獨立央行的角色在通膨與通縮環境下是不一樣的，認清這一點非常重要。通膨通常跟政府債務過度貨幣化有關，面對通膨時，獨立央行的好處在於有能力對政府說『不』。但是，當經濟陷於長期通縮時，過度創造貨幣不太可能產生什麼問題，此時央行可能需要加強與政府的合作。在當前環境下，日本央行與財政當局暫時加強合作，並不損害央行的獨立性，就像兩個獨立國家為了某個共同目標攜手合作，並不損害國家主權原則一樣。」

央行的獨立性在通膨與通縮環境下具有不同意義，柏南克這觀點是很有說服力的，但日本當局，尤其是日本央行，從不曾完全接受此觀點。面對通膨風險時，央行獨立行事至關緊要；但是，當主要風險是通縮（或甚至只是通膨率過低）時，貨幣當局與財政當局合作，配合對方的行動則是一審慎的行為，或甚至可說是至關緊要的。

柏南克主席如今正實踐他 2003 年所講的。好極了！未來經濟復甦進入擴張階段，通膨風險蓋過通膨降低／通縮風險時，我敢肯定，柏

3

本文翻譯自 2010 年 6 月份出版之 *Global Central Bank Focus*，僅供專業理財人員參考，需配合專人說明使用，請勿外流。

本文所載資料，包括任何意見、估計或預測，均來自或本諸我們相信可靠的來源，但不保證準確或全面。任何人因信賴此等資料而做出或改變決策，本身須自行承擔一切風險、後果及責任。本文內容非經本公司同意請勿節錄、修改或轉載。本文提及之經濟走勢預測不必然代表本基金之績效，本基金投資風險請詳閱基金公開說明書。

德盛安聯證券投資信託股份有限公司
台北市復興北路 378 號 5、6、7 樓及 9 樓
Tel : (02) 2502-8889
Fax : (02) 2502-1288
<http://www.AllianzGlobalInvestors.com.tw>

德盛安聯投信獨立經營管理
96 金管投信新字第 020 號



南克主席及其同事將藉由收緊貨幣重新彰顯聯準會的獨立性，即使屆時財政當局仍希望維持負實質利率以壓低償債支出。

歐元區的情況

眼見歐洲有陷入債務通縮漩渦的實質危險，當局上個月公佈了一個具震懾威力的政策方案，當中部分任務由歐洲央行承擔。歐洲央行如今正購入歐元區受困國家公債，承受其信用風險，以新創造出來的貨幣為此埋單。誠然，歐洲央行強調，該行也正沖銷其創造出來的準備，將這些新準備快速抽離金融體系，換成寄存於央行的定期存款。因此，技術上而言，貨幣基礎並無改變。

但是，準備與定期存款實際上均是歐洲央行新創造出來的債務，兩者是非常相似的替代品。因此，歐洲央行無可避免地進入了財政政策的領域，實際上將歐元區受困會員國的債務貨幣化了。如果你對此有懷疑，想想德國央行反對這行動，就應該再無疑問了。事實就是這麼一回事，德國央行的反對直接說明了此事實。

這麼做明智嗎？答案完全取決於你對以下問題的看法：目前歐洲的體制並無政治聯盟，也沒有財政聯盟，僅有貨幣聯盟，這樣的體制可行嗎？打從一開始，歐元區體制的致命弱點，就一直是情況演變成今天的狀況。為什麼呢？關鍵就在於誰能約束誰。歐元區那些陷入困境的會員國，在其財政事務上向來是不受約束的。

誠然，德國一開始堅持簽訂的《成長與穩定協定》（Growth and Stability Pact），理論上就是要約束所有成員國的財政政策。但這協定行不通，事實就是這麼簡單。至於歐洲央行，雖然大致上能達成

4

本文翻譯自2010年6月份出版之 *Global Central Bank Focus*，僅供專業理財人員參考，需配合專人說明使用，請勿外流。

本文所載資料，包括任何意見、估計或預測，均來自或本諸我們相信可靠的來源，但不保證準確或全面。任何人因信賴此等資料而做出或改變決策，本身須自行承擔一切風險、後果及責任。本文內容非經本公司同意請勿節錄、修改或轉載。本文提及之經濟走勢預測不必然代表本基金之績效，本基金投資風險請詳閱基金公開說明書。

德盛安聯證券投資信託股份有限公司
台北市復興北路378號5、6、7樓及9樓
Tel：(02) 2502-8889
Fax：(02) 2502-1288
<http://www.AllianzGlobalInvestors.com.tw>

德盛安聯投信獨立經營管理
96金管投信新字第020號



維持歐元區物價穩定的使命，但無法發揮類似聯準會對美國聯邦政府的作用：沃爾克約三十年前對雷根，又或者隨後葛林斯潘對老布希或柯林頓的作用，均超出歐洲央行的能力。

因此，歐元區面對重大抉擇，而歐洲央行的獨立性，則無可避免地轉變為比較配合會員國財政當局之立場，會員國財政當局本身也因為歐元區欠缺聯邦體制而受害。這困境並無簡單的解決方案。但只要會員國政治上不願接受有會員國債務違約（這可能引發其他財力較弱的會員國接連違約，導致整個歐元區的銀行體系岌岌可危），嚴酷的現實將是財力較強的會員國將不得不以自身較強的信用支持財力較弱的會員國，而歐洲央行則必須隨時配合，執行實際上屬財政政策的措施。

此外，作為報答強國援助的措施，弱國實施的財政緊縮措施越是有力量，整個歐元區面對的通縮風險就越大。這意味著歐洲央行將進一步受制於歐元區整體財政當局。

結語

近三十年來，環顧世界，貨幣當局與財政當局之間的關係變化，與經濟和金融動向，亦即成長與通膨狀態，以及資產價格走勢緊密相關。起初是通膨肆虐，貨幣當局因此必須具有堅強的獨立性，這樣才能以鐵腕執行緊縮的貨幣政策，包括在財政政策不利於戰勝通膨這首要目標時，約束財政當局的作為。十年前，抗通膨之戰宣告勝利。

5

本文翻譯自 2010 年 6 月份出版之 *Global Central Bank Focus*，僅供專業理財人員參考，需配合專人說明使用，請勿外流。

本文所載資料，包括任何意見、估計或預測，均來自或本諸我們相信可靠的來源，但不保證準確或全面。任何人因信賴此等資料而做出或改變決策，本身須自行承擔一切風險、後果及責任。本文內容非經本公司同意請勿節錄、修改或轉載。本文提及之經濟走勢預測不必然代表本基金之績效，本基金投資風險請詳閱基金公開說明書。

德盛安聯證券投資信託股份有限公司
台北市復興北路 378 號 5、6、7 樓及 9 樓
Tel : (02) 2502-8889
Fax : (02) 2502-1288
<http://www.AllianzGlobalInvestors.com.tw>

德盛安聯投信獨立經營管理
96 金管投信新字第 020 號



自此之後，我們需要貨幣與財政當局保持一種較講求互相配合的合作關係，以扼殺通縮風險，尤其是在經濟衰退時。有些人哀嘆這意味著央行喪失獨立性，的確是這樣；但是，央行的獨立性，關鍵顯然在於防範通膨風險。當風險由通膨轉變為通縮時，央行若頑固堅守獨立，則很可能不再是好事，而且可能會變成促成通縮的壞事。

在我看來，歐洲央行必須認識到這一點。當然，與財政當局合作是有許多風險的，尤其重要的一點，是人們的長期通膨預期可能會失控。歐洲央行是不應該被推進這境地的，但歐洲貨幣聯盟固有的體制缺陷如今已暴露無遺。相對於薩金特與華萊士三十年前提出的「令人不悅的貨幣算術」，讓我們稱歐元區的狀況為「令人不悅的凱因斯－明斯基思維」。

保羅·麥克里
2010 年 6 月 2 日
mcculley@pimco.com

¹ http://www.minneapolisfed.org/publications_papers/pub_display.cfm?id=151

² Paul McCulley, Fed Focus: “Sitting On the Dock of the Cliff” (February 2003)

本文翻譯自 2010 年 6 月份出版之 *Global Central Bank Focus*，僅供專業理財人員參考，需配合專人說明使用，請勿外流。

本文所載資料，包括任何意見、估計或預測，均來自或本諸我們相信可靠的來源，但不保證準確或全面。任何人因信賴此等資料而做出或改變決策，本身須自行承擔一切風險、後果及責任。本文內容非經本公司同意請勿節錄、修改或轉載。本文提及之經濟走勢預測不必然代表本基金之績效，本基金投資風險請詳閱基金公開說明書。