

## 美國QE啟動減碼

# 關注匯率變化 降低營運風險

歷經5年不斷加碼的美國QE政策，在2013年底終於反轉縮減，逐步退場的資金將對各國金融市場、經濟前景與貨幣走勢帶來衝擊。匯率是最直接影響企業成本的關鍵，對於在東南亞投資的台商，應留意匯率波動與資金移動方向，降低企業經營風險。

◎撰文／廖宜君 圖片提供／達志影像、法新社

美國量化寬鬆政策（Quantitative Easing, QE）的走向，在喧騰一時之後終於明朗。2013年12月18日，美國聯準會（Fed）決策機構「公開市場操作委員會」（FOMC）正式宣布，從2014年元月起，QE每月的購債規模將從850億美元縮減為750億美元，正式宣告QE啟動退場機制，只是為了避免對金融市場造成過大衝擊，聯準會決議未來儘管美國失業率降到6.5%，聯邦基金利率仍將維持在0至0.25%的超低區間。

顯然，美國QE退場政策並非一次到位，而是如外界預期般採取「緩步退場」機制，也就是說，未來一段時間，美國仍將繼續印鈔票支持經濟復甦，只是將採取小規模減碼方式縮減。針對QE走勢，中華經濟研究院院長吳中書指出，從目前QE退場採取逐漸縮小購債規模的方式，加上利率到2015年中都不會有太大的變動，因此市場不需要過度恐慌。

不過，永豐金控首席經濟學家黃蔭基則強調，美國QE仍將是左右2014年金融市場的風險之一，企業與投資人仍需審慎看待。

### 資金回流美國 震撼新興國家金融市場

自2008年發生金融海嘯以來，過去5年，美國為刺激經濟，挽救其嚴重的失業率問題，分別於2008年11月、2011年11月、2012年9月與12月實施4次QE政策，釋出的龐大資金對全球經濟與金融市場帶來影響。

「從QE1到QE4，聯準會釋出的流動性資金不計其數，若以聯準會的資產負債表來看，光是資產就膨脹了近3兆美元。」台灣大學經濟系教授許振明分析，若再以貨幣乘數效果推估QE所創造出來的貨幣供給總量（或稱「信用總量」），如按照一般看法認為美國貨幣乘數約為10，可以想見美國多次QE所創造的貨幣供給總

量，超乎想像的巨大。

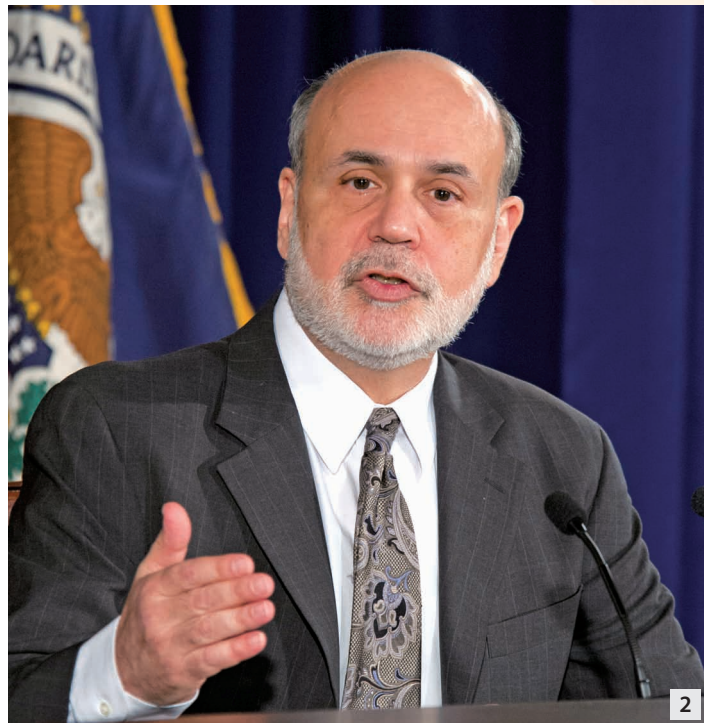
許振明進一步強調，在經濟與金融全球化的今天，資金早已是無國界的在國與國之間移動，因此QE所創造出的龐大貨幣供給量，對全球各國的經濟局勢帶來很大的影響，尤其東南亞、南美、非洲等新興市場更因熱錢大量進入，帶來經濟刺激。

不過，正所謂水能載舟亦能覆舟，當熱錢退潮之際，因為QE而帶動經濟成長的新興市場，大多遭受不小的衝擊。所以，當美國聯準會前主席柏南克（B. Bernanke）在2013年5月22日公開談到可能對QE進行減碼之後，引起全球金融市場的巨幅波動，例如，美國公債於2013年6月就寫下贖回691億美元的最高紀錄，而美國公債殖利率也不斷飆升。

金融研訓院院長鄭貞茂指出，美國十年期公債殖利率不斷攀升，代表資金正急速回流美國。資金回流美國的另一層意義



1. 近年來中國大陸銀行放貸資金幾乎全數流進影子銀行體系，造成許多資金不透明，成為中國大陸經濟體的最大未爆彈。
2. 美國聯準會前主席柏南克宣布美國縮減每月購債規模，正式啟動QE退場機制，對全球經濟帶來很大的影響。



就是許多新興經濟體正面臨資金急速撤出所導致的經濟問題，包括貨幣劇烈貶值、股票市場大跌、內需力道削弱等多重威脅，皆讓這些原本動能十足的新興國家，經濟出現激烈的反轉現象。

金融市場不穩定之外，企業經營與投資也受到影響。印度央行總裁拉詹（Raghuram Rajan）表示，近年來在QE影響下，新興市場皆出現所謂的「信用驅動式擴張」（credit drive expansions）現象，資金寬鬆的環境讓多數企業在新興市場的投資，都選擇高度財務槓桿運作，如今QE退場時刻一到，過去採取財務高槓桿操作的企業，在資金趨於緊縮狀況下，可能面臨資金短缺而被迫賣

出資產。

國際貨幣資金（IMF）總裁Lagarde也表示，以美國QE政策為首的全球貨幣寬鬆趨勢，導致大量資金流入新興市場，造成新興國家企業出現信貸擴張過快，及許多企業採取高度財務槓桿操作，因此當QE政策縮手時，這些企業將面臨資金風險。

「確實，美國縮減購債規模對新興市場的最大影響，就是資金外逃所造成的危機，」許振明分析，一如1997年亞洲金融風暴發生的原因之一，就是從1994年聯準會連續調高利率達2.5%，一直到1997年美國聯邦基準利率都維持在5%以上，高利率環境導致資金急遽回流美國，亞洲資金大

量竄逃。同樣的，從QE減碼到退場，可能使1997年新興市場資金撤離的局面再次重現。

## 資金外逃 新興國家急調整經濟體質

早在半年前美國QE退場消息一釋出，新興國家的資金外逃現象就已猛烈發生，包括印度、印尼、巴西、土耳其、南非等全球5大新興經濟體，過去半年其金融市場與投資都出現激烈震盪。

其中，受衝擊最大的國家非印尼莫屬。2013年5月，因QE退場消息，讓印尼股市跌幅一度超過18%、印尼盾兌美元也下探歷史新低的11,551。年底QE退場政策確定之後，印尼盾持續下滑，再創一

美元兌12,272印尼盾的新低紀錄，整個2013年印尼盾跌幅高達21%，成為全球表現最差的貨幣。

對於金融市場受挫、資金外移，印尼財長察蒂卜表示，QE所帶來的熱錢掩蓋了新興國家自身的經濟問題，如今QE退場，印尼正好可藉由資金流出所帶來的衝擊，對自身經濟體質進行調整。

僅次於印尼，受衝擊也很大的印度，在QE退場消息一出時，不僅股市大跌，其貨幣盧比兌換美元更不斷下探，2013年總跌幅達11.5%。為求止血，印度央行不僅端出外匯市場實施資本管制，並且動用外匯存底拋售美元，以求擺脫QE退場所帶來的衝擊。如今，面對美國QE退場正式啟動，印度財政部長奇丹巴拉姆對外表示，印度已針對美國QE退場做好萬全準備，包括增加外匯儲蓄與

減少貿易赤字等。

印尼與印度之外，外資投資比例高達18%的泰國，以及國際金融重鎮新加坡與香港等遭受的打擊一樣不小。去年底QE確定退場後，泰銖持續重跌，匯率來到1美元兌32.8泰銖，創下2010年6月以來新低。

當印度、印尼等以內需市場為主的國家面臨資金撤離困境時，台灣在QE退場時所面臨的障礙較低，過去半年多，不僅台幣穩定，台灣股市更上漲近10%。吳中書指出，美國QE退場代表該國經濟情勢好轉，也顯示國際整體景氣將邁向復甦，由於台灣為出口導向經濟體，所以經濟好轉對我國出口有實質幫助，因此現在台商應趁機提振貿易出口、對內加速建構優質的投資環境，尤其加速發展經濟自由化，更是迎

接景氣復甦的關鍵手段。

不過，經建會主委管中閔仍提醒台商，儘管QE退場對台灣直接衝擊不大，但是在東南亞投資的台商，必須小心因應東南亞的貨幣波動風險與資金移動方向。吳中書也提醒台商必須謹慎觀察QE退場是否會帶動能源、原物料價格的走勢，藉以做出正確的採購策略。

## QE退場 引發中國大陸錢荒？

當然，中國大陸市場對QE退場的反應，對台商而言也非常重要。「QE退場導致的美元升值，將使人民幣相對貶值，因此中國大陸國內資金的移動也成為產業關注的重點。」許振明分析，過去半年來，中國大陸境內人民幣的國際收支狀況，確實出現熱錢流出現象，顯示美國QE或多或少已實質影響中國大陸資金流向。

2013年5月美國傳出QE退場的消息，中國大陸碰巧在2013年6月出現上海銀行同業拆借利率從原本維持的3%，一度飆升到30%，並以13.44%收盤創下歷史新高水位之後，出現中國大陸鬧錢荒的疑慮，沒想到，2013年底美國QE退場政策底定後，中國大陸銀行短期利率又飆升到8.9%，中國大陸銀行沒錢放款的現象再次出現。

雖然中國大陸的錢荒問題，

### 美國QE1~QE4政策一覽表

	啟動時間	執行方式與資金規模
QE1	2008年11月26日	藉由買入房貸抵押債券（MBS）、政府機構債券（Agency debt）、公債等，共注入總資金規模達1.75兆美元。
QE2	2011年11月3日	買入6,000億美元公債。
QE3	2012年9月13日	維持基準利率於0~0.25%不變，並延長維持超低利率承諾到至少2015年中。同時宣布在就業市場明顯改善前，以無限量、無限期方式每月購買400億美元的機構抵押擔保證券（AMBS）。
QE4	2012年12月12日	宣布每月將購買450億美元的長期政府公債，此外，只要通膨率不超過2.5%、失業率低於6.5%前，低利率會維持到2015年中。

資料來源：台灣大學、中華經濟研究院 整理：廖宜君



1. 中國大陸的錢荒現象，讓台商出現借款不易的困境，影響正在追求轉型的台灣製造業。
2. 隨著美國QE緩步退場、熱錢撤出，雖然重挫印尼金融市場，不過也正好可以對自身經濟體質進行調整。

牽涉的原因相當複雜，但是2次錢荒出現的時間點，都剛好與QE退場的時間重疊，難免讓人聯想QE確實對中國大陸資金造成大量流出的問題。許振明分析，近年來中國大陸銀行放貸資金幾乎全數流到影子銀行體系，由於影子銀行未被納入正式金融機構的監管體系中，因此許多資金都不透明，成為中國大陸經濟體的最大未爆彈，而引爆這個炸彈的引信，很有可能就是QE退場進而帶來的資金外流問題。

中國大陸錢荒問題已經對台商在當地投資產生更大的經營壓力，一位不願具名的台商表示，中國大陸錢荒問題導致的貸款利率高升，讓許多台商出現借款不易的困境，這對正追求轉型升級的台灣製造業而言，無疑是雪上加霜。「面對中國大陸錢荒問題，台商或許可藉由上海自貿

區，順暢海外資金的運作。」勤業眾信會計師事務所總裁陳清祥即指出，未來上海自貿區內的企業資金運作可望有更大程度的自由，做為台商企業妥善運作資金的平台。

## 日本QE動向 牽動台灣出口發展

美國QE退場的另一個觀察重點，在於歐盟、日本等此前也跟隨美國腳步實施量化寬鬆政策的國家，是否跟進減碼，尤其日本貨幣政策與走勢，更與台灣出口貿易息息相關。

台北大學亞洲研究中心榮譽顧問李勝彥指出，自從美國實施QE以來，日本經濟與景氣不斷陷入低迷，一直到首相安倍晉三實施貨幣寬鬆政策讓日幣貶值之後，大幅提振日本出口競爭力，才對日本經濟注入一劑強心針，

但是同時也對韓國、台灣等以出口為導向的國家貿易表現帶來衝擊。匯豐亞洲經濟研究部門共同主管范力民也分析，美國QE退場之後，日本若維持其貨幣寬鬆政策，對台灣、韓國、中國大陸的出口企業影響力，將更甚於美國QE退場之前，不容台商小覷。

總體觀察美國QE退場對全球經濟與台商帶來的影響，新興國家資金外移導致的經濟成長動能下滑，以及中國大陸錢荒問題等，都對海外台商帶來嚴峻的考驗，反之，QE退場代表的美國經濟回溫，則對台灣出口業者為一大利多。

由此可見，針對美國QE退場，台商必須從自身在全球經貿發展的立場，觀察後續發展，才能做出正確的因應之道，在資金轉移過程中，追求持續向上提升的可能性。■