

特 載

全球化的演進及其面臨的問題

本文係轉載 112 年 9 月 21 日「央行理監事會後記者會參考資料」

壹、全球化的演進

貳、全球化雖帶來效益，惟快速發展亦衍生諸多問題

參、全球化矛盾的理論基礎

肆、全球化高度發展的反思與回應

伍、近年來全球化已減速，並藉投資結構及貿易的重塑，朝新全球化發展

陸、結語與政策涵義

近年來，有關全球化（globalization）議題的討論不斷，尤其是美中貿易衝突、俄烏戰爭以來，引發去全球化（deglobalization）、零碎化（fragmentation）、新全球化（newbalization）等論調。2023 年 7 月 29 日，本行楊總裁出席政治大學舉辦之「2023 年國際經濟與金融趨勢論壇」時，曾以「全球化最新發展與台灣因應之道」為題發表演講，內容著重實質面發展，概述全球化發展進程與反思，詳述我國廠商因應變局調整全球生產布局與相關金流之變化，以及我國銀行隨台商調整供應鏈布局，相應調整業務與海外據點等作為。由於講稿內容對全球化相關議題有較深入討論，引起外界關注。

鑑於全球化的發展不僅體現於實質面，金融面亦值得關注，為使外界能更全面瞭解全球化議題，本文擬擴大先前楊總裁講稿內容，完整引介全球化的演進，除實質面外，亦強調金融全球化（financial globalization）的發展。貿易全球化與金融全球化，兩者實密不可分；為使貿易與金融交易更有效率，有利於降低交易成本的單一支配通貨（dominant currency）往往應運而生；而貿易與金融的蓬勃

發展，亦將強化該通貨的支配地位。例如自 1940 年代中期以來，隨戰後復甦與貿易自由化發展，美元在國際金融體系發揮關鍵的支撐作用；迨至 1980 年代全球金融整合及自由化快速發展，進一步強化美元獨大，並成為驅動全球金融循環（global financial cycle）的主要力量。儘管過去屢有去美元化的聲浪，惟迄今美元的地位仍難以撼動。

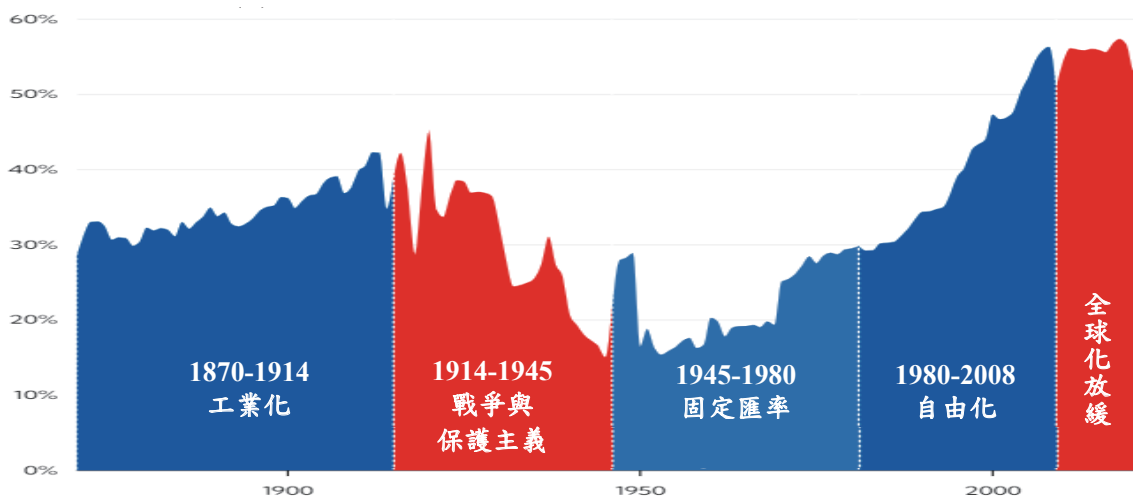
本文結構安排如下：首先，由過去一個半世紀以來全球化的演進談起，說明各階段貿易全球化與金融全球化的發展及其面臨的挑戰；其次，說明全球化雖帶來效益，惟快速發展亦衍生諸多問題，例如高度發展的金融全球化除導致分配不均惡化外，亦加劇總體經濟金融波動，甚至恐引發金融危機；接著，簡介哈佛大學經濟學家 Dani Rodrik 所提出之全球化矛盾的理論基礎，進而概述全球化高度發展的反思與回應，包括近年來中國大陸、美國均重新調整全球化的腳步，以及全球金融危機爆發後，國際間反思資本自由移動的效益，並強化金融監管；進而，簡述近年來全球化已減速，並藉貿易及投資結構的重塑，朝新全球化發展；最後，為結語與政策涵義。

壹、全球化的演進^{（註 1）}

全球化通常係指，透過商品、服務及資本的跨境流動，導致全球經濟金融日益一體化的過程，為人類創新及技術進步的結果，有時亦包括人員（勞動力）及知識（技術）的跨境流動，以及更廣泛的文化、政治及環境方面的交互影響。

回顧過去一個半世紀的發展，全球化的演進，主要可分為五大階段：（1）1870~1914 年：工業化（industrialization）時期；（2）1914~1945 年：戰爭與保護主義（wars and protectionism）時期；（3）1945~1980 年：固定匯率（fixed exchange rates）時期；（4）1980~2008 年：自由化（liberalization）時期；以及（5）2008 年以來：全球化放緩（slowbalization）時期（圖 1）。

圖 1 隨全球化演進，全球進出口總額對全球 GDP 比率的變化



資料來源：Stanley, Andrew (2023), “Globalization’s Peak,” *IMF Finance & Development*, Jun.

一、1870~1914 年：工業化時期

- (一)在此時期，經濟自由主義及金本位制（gold standard）推動全球貿易發展，並使資本得以在國際間流動，讓貿易與金融的交易成本最小化。此外，此一時期運輸科技的進步，亦有助於降低貿易成本、增加貿易量。
- (二)該時期盛行的帝國主義（imperialism），有助於促成經濟全球化；大國（例如英國等）藉由部署政治與軍事力量，扮演第三方強制執行的角色，盡可能促使世界其他地區遵循有利於貿易的規則，為全球化提供支撐^(註2)。
- (三)此時期金本位制得以鞏固^(註3)，主要係因各國央行抱持相同的信念，使金本位制在各國貨幣政策中具絕對優先的地位；全球資本可自由移動、全球金融市場得以在交易成本最低的情況下運作，形成高度的金融全球化。

二、1914~1945 年：戰爭與保護主義時期

- (一)1914~1945 年兩次世界大戰期間，由於爆發國際衝突、保護主義興起，全球化經歷重大逆轉。在經濟情勢嚴峻的情況下，各國政府扮演的角色及國際合作的信念，均有轉變；各國紛紛建立貿易障礙，加以金本位制瓦解為通貨集團（currency blocs），貿易已轉呈區域化（regionalized）。
- (二)1930 年代，貿易上的國際合作嚴重失靈，導致經濟大蕭條（Great Depression）益加惡化。1930 年，美國祭出高關稅，開啟保護主義的連鎖效應；歐洲各國建立貿易壁壘，英國亦對多種進口商品課徵關稅。尤有甚者，愈來愈多國家對進口商品實施數量限制（進口配額）。貿易保護主義及經濟民族主義廣泛擴散，導致全球貿易大幅萎縮。
- (三)在金本位制下，國內貨幣供給取決於黃金與資本的跨國移動；基本上，央行僅能隨著黃金數量的增減而發行或收回貨幣，無法藉調整貨幣政策以改變國內信用情勢。尤其是，1920~1930 年代，伴隨工會崛起，勞工薪資下調不易，黃金外流（或黃金外流的威脅）不僅導致貨幣長期緊縮，更造成長期失業。在民主發展造就的政治新現實下，類如金本位制的僵化規則，勢將面臨內外部政策衝突，最終無法維繫，因此，英國、美國、法國等相繼放棄金本位制^{（註 4）}。

三、1945~1980 年：固定匯率時期

- (一)1944 年建立的布列敦森林制度（Bretton Woods system），係美元與黃金掛鉤、他國貨幣再與美元掛鉤，稱為「固定但可調整的匯率制度」（fixed but adjustable exchange rate regime）。在此時期，美國成為位居全球支配地位的經濟大國，且美元在國際金融體系發揮關鍵的支撐作用；除布列敦森林制度使美元正式成為全球最主要的國際貨幣外，美國於 1948~1951 年間實施對歐洲援助重建的「馬歇爾計畫」（The Marshall Plan），更鞏固了美元的國際地位。

- (二)布列敦森林制度下所締結的「關稅暨貿易總協定」(General Agreement on Tariffs and Trade, GATT)，旨在規範、促進國際貿易及發展；GATT 的目標主要係在某些領域追求更自由的貿易，惟並非在所有領域達成自由貿易，大致上，各貿易國仍有追求自身社會與經濟目標的空間。
- (三)戰後復甦與貿易自由化，激勵歐洲、日本與開發中經濟體快速擴張，許多國家均放寬資本管制。不過，在社會與軍費開支的驅動下，美國實施擴張性財政政策與寬鬆性貨幣政策，致布列敦森林制度難以為繼；美國在 1970 年代初關閉「黃金窗口」(gold window)，許多國家因而轉向浮動匯率制度(floating exchange rate regime)。不過，美元仍為最主要的國際貨幣，主因美國仍維持龐大的經濟規模，以及基於網絡外部性所產生的慣性影響；其後，美元以其政經實力，仍得以在未釘住黃金並出現雙赤字的情況下，繼續維持其作為主要國際貨幣之地位。

四、1980~2008 年：自由化時期

- (一)1980 年代，時任英國首相柴契爾夫人(Margaret Thatcher)與美國總統雷根(Ronald Reagan)推行新自由主義(neoliberalism)，小政府、大市場成為主流經濟思潮。崇尚自由市場(free market)的「華盛頓共識」(Washington Consensus)^(註5)於 1989 年應運而生，全球興起經濟金融自由化浪潮，各國大抵朝解除管制、減少干預的方向前進。中國大陸與其他新興市場經濟體的貿易障礙逐步消除，各國實現空前的國際經濟合作，前蘇聯國家亦融入，促成全球化蓬勃發展。
- (二)1993 年 12 月 15 日，GATT 烏拉圭回合談判達成最終協議，決定成立世界貿易組織(World Trade Organization, WTO)。WTO 依 1994 年 4 月所簽署的「馬拉喀什設立世界貿易組織協定」(Marrakesh Agreement Establishing The World Trade Organization)，於 1995 年 1 月 1 日正式成立^(註6)。
- (三)WTO 成為貿易協定、談判與爭端解決的全新多邊監督機構；中國大陸與台灣於 2001 年 12 月 11 日、2002 年 1 月 1 日先後加入 WTO。相較於追求

輕度經濟整合的 GATT，WTO 係追求更深度的經濟整合。

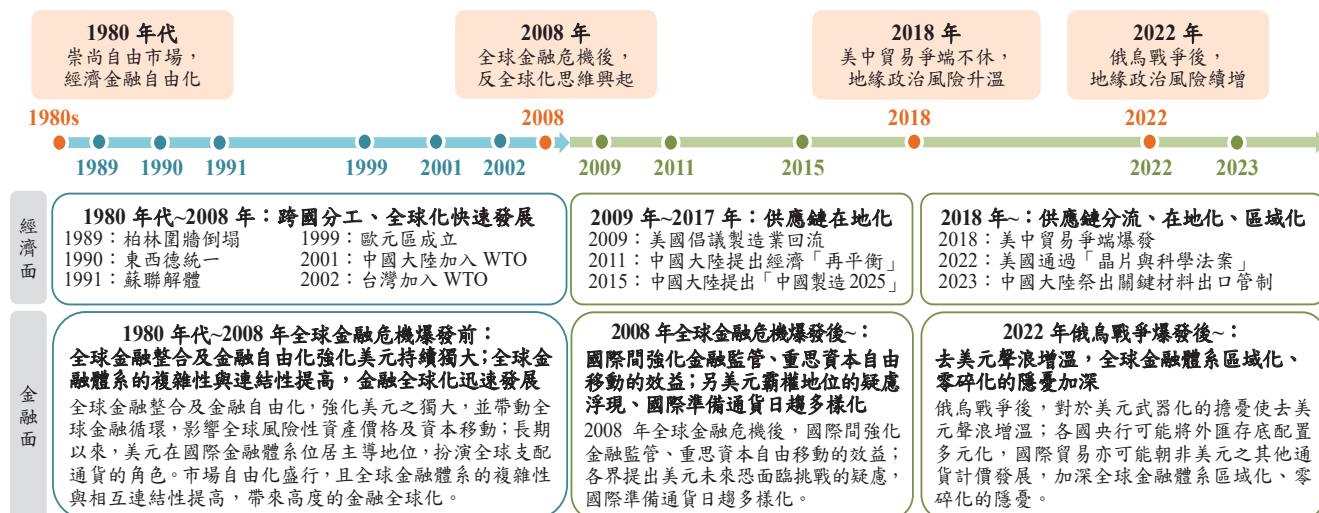
- WTO 將過去 GATT 未涵蓋的農業、若干服務業等，均納入貿易談判範疇；除政府補貼的運用受更嚴格限制外，WTO 在專利與著作權等方面亦有新規定，要求開發中國家的法律制度與先進國家一致。
- 此外，WTO 建立解決爭端的新程序，當爭端解決小組做出裁定後，敗訴方可向上訴機構提起上訴；上訴機構的裁定即為最終裁定，除非每一個成員國集體推翻該裁定^(註 7)。不過，WTO 的實務運作顯示，裁決程序可能極為冗長，且可能受到拖延戰術影響。

(四)在此時期，全球跨境資本移動激增，市場自由化風行，且全球金融體系的複雜性與相互連結性提高，帶來高度的金融全球化。全球金融整合及自由化，進一步強化美元獨大，並帶動全球金融循環，影響全球風險性資產價格及資本移動；當美國 Fed 緊縮貨幣政策帶動國際美元走強時，全球金融循環指數呈下降（緊縮）；Fed 採寬鬆性貨幣政策致國際美元走弱時，全球金融循環指數呈上揚（擴張）。

五、2008 年以來：全球化放緩時期

- (一)全球化歷經 1980 年代~2008 年全球金融危機爆發前的快速發展，迨至 2008 年 9 月全球金融危機爆發後，全球化腳步已放緩，尤其 2018 年美中貿易爭端、2022 年俄烏戰爭更加劇此一態勢（圖 2）。
- (二)2008 年 9 月全球金融危機爆發後，全球經濟成長走緩^(註 8)、保護主義抬頭^(註 9)；中國大陸在內外部壓力下^(註 10)推動經濟「再平衡」（rebalance）結構改革及「中國製造 2025」；美國亦因製造業工作機會流失、對中國大陸貿易逆差龐大等，推動製造業回流與採取貿易保護措施，全球化腳步趨緩^(註 11)。此外，全球金融危機後，國際間亦強化金融監管、重思資本自由移動的效益。

圖 2 2008 年 9 月全球金融危機後，
全球化步伐已放緩，美中貿易爭端、俄烏戰爭更加劇此一態勢



資料來源：本行自行整理

(三) 2018 年起，美中貿易爭端不休，加以新冠肺炎 (COVID-19) 疫情、供應鏈瓶頸，凸顯核心生產基地過度集中之脆弱性；尤其 2022 年爆發俄烏戰爭，持續推升地緣政治風險；各國政府積極藉政策引導及產業聯盟，使全球經濟漸朝供應鏈分流、在地化與區域化發展，以提高韌性及自主性。

(四) 此段期間，全球貿易型態的變化，似正加速各國對國際準備通貨多樣化的追求^(註 12)。金磚五國 (BRICS) 內部使用本幣清算 (Local-Currency Settlement, LCS) 進行跨境貿易的範圍更為廣泛；亞洲地區亦透過規劃制度與發展金融基礎設施，以減少在跨境支付及投資上對美元的依賴，LCS 亦日受歡迎^(註 13)。

(五) 2022 年俄烏戰爭爆發後，加深全球金融體系區域化、零碎化的隱憂；主要國家對俄羅斯祭出經濟金融制裁措施，對國際貨幣制度的運作形成衝擊；尤其美元武器化 (dollar weaponization) 的擔憂，恐使美元霸權地位面臨挑戰^(註 14)，惟一般認為，短期內，美元的支配地位仍難撼動^(註 15)。

—IMF 研究人員指出^(註 16)，俄烏戰爭揭示了潛在的地緣政治板塊構造之

驟然轉變，可能導致全球經濟分裂成具有不同意識形態、政治制度、技術標準、跨境支付、貿易體系以及準備通貨的經濟集團；在此情況下，金融全球化可能被金融區域化（financial regionalization）取代，且全球支付體系亦將變得零碎。

- 一俄烏戰爭爆發後，主要國家凍結俄羅斯外匯存底，並禁止俄羅斯部分銀行使用環球銀行金融電信協會（Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication, SWIFT）系統，該等制裁措施如同將美元武器化。關於美元武器化的擔憂，導致國際間去美元化的聲浪日增；為避免受到美元箝制，各國央行或朝多元化通貨方向重配置其外匯存底，國際貿易亦可能朝非美元之其他通貨計價發展。
- 一俄烏戰爭後，金融制裁武器化及去美元化增溫，促使國際貿易朝非美元計價及支付清算發展，推升人民幣國際支付占比，惟目前美元的全球通貨支配地位仍難撼動。
 - 俄烏戰爭以來，俄羅斯以人民幣進行外匯交易及支付的金額持續成長；俄羅斯總統普丁（Vladimir Putin）於 2023 年 7 月表示^{（註 17）}，中俄間貿易已有逾 80% 係以俄羅斯盧布或人民幣結算；2023 年 2 月莫斯科人民幣外匯交易量首次超越美元，人民幣成為主要交易貨幣，占全體外匯交易量近 40%，2023 年 7 月占比進一步攀升至 44%。
 - 此外，多國（包括新興市場與已開發國家）於國際貿易改採人民幣支付清算；例如印度以人民幣向俄羅斯購買原油及煤炭、阿根廷向中國大陸進口可採人民幣結算，及法國的能源集團接受中國大陸企業以人民幣購買液化天然氣等^{（註 18）}。
 - 2023 年 1~7 月人民幣於全球國際支付占比逐月上升^{（註 19）}，由 1.88% 上升至 3.06%^{（註 20）}；儘管人民幣國際支付占比提升，但成長有限，在全球國際支付使用貨幣排名維持第五。同時期，美元於全球國際支付比重亦大幅增加，由 39.45% 升至 46.46%，蟬聯第一，顯示人民幣仍難以撼動美元的支配通貨地位；短期內，美元仍將是主要準備通貨及國際支付結算系統的核心。由貨幣三大功能（計價單位、交易媒介與價值儲藏）及金融基礎設施貨幣等方面評估當前美元在國際金融的地

位，各方面皆顯示，美元持續在國際金融上扮演最重要的角色^(註 21)。

貳、全球化雖帶來效益，惟快速發展亦衍生諸多問題^(註 22)

一、全球化的效益

(一)大抵而言，全球貿易、資本及勞動力自由移動，有助提升經濟效率，提高整體生產力及所得。

全球化類型	益處
全球貿易	➢ 奠基於比較利益 (comparative advantage) 的產業間貿易 (inter-industry trade)^(註 23) 與全球價值鏈 (Global Value Chains, GVC)，有助提升整體生產力及所得。 ➢ 企業為降低成本、提升附加價值，基於比較利益，進行國際專業分工，促使全球價值鏈快速發展，參與者皆受益；其中，中國大陸等開發中國家獲益最大^(註 24)。
資本自由移動	➢ 國際間資本自由移動能更有效率地配置儲蓄與投資，有助全球經濟發展。 ➢ 資本自由移動能協助資本接收國的金融體系更具競爭力，且可隨著引進先進的金融科技，讓該等國家的國內金融市場更有效率，有助加速生產力成長、經濟多元化及國際化。
勞動力自由流動	➢ 對移出國而言，此可解決國內勞動力過剩的問題，而由海外匯回國內的匯款，有助於提升移出國居民的福祉。此外，外移至高收入國家的機會，可能有助提高移出國的整體人力資本與生產力。 ➢ 對接受國而言，高技術外來勞動力有助創新，低技術外來勞動力則可填補本地勞動力供給短缺工作，提升經濟效率。

資料來源：楊金龍 (2023)，「全球化最新發展與台灣因應之道」，於政治大學經濟學系與國際金融學院共同舉辦「2023 年國際經濟與金融趨勢論壇」專題演講，7 月 29 日

(二)一般認為，全球化興起並快速發展，有助於拉低先進經濟體通膨率，維持通膨率低且穩定^(註 25)。

一全球化使貿易與金融加速整合、供應鏈的生產移轉至低成本地區；此外，中國大陸、東歐國家等大量輸出勞動力，壓低薪資與商品價格，有助於促使先進經濟體的通膨率下降，亦使先進經濟體的消費者能享有較低價

之商品選擇。

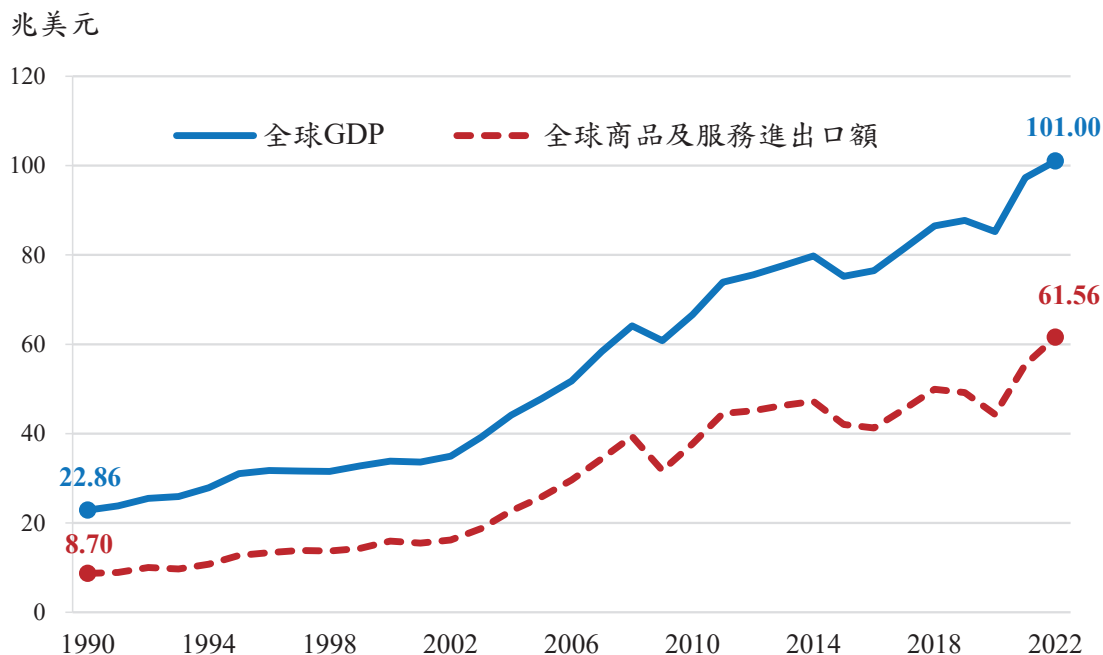
—全球化扮演巨大的衝擊吸納器（shock absorber）角色，使供需變化易於透過相應的生產調整滿足，不致引發物價劇烈波動^{（註 26）}。

（三）1990 年代以來，全球化快速發展促進經濟強勁成長、提升全球經濟產出，其中東亞及太平洋地區獲益甚鉅。

—1990 年～2022 年，全球商品及服務進出口額從 8.70 兆美元增至 61.56 兆美元（約 7.1 倍）；貿易成長帶動全球 GDP 由 22.86 兆美元擴增至 101 兆美元（約 4.4 倍）（圖 3）。

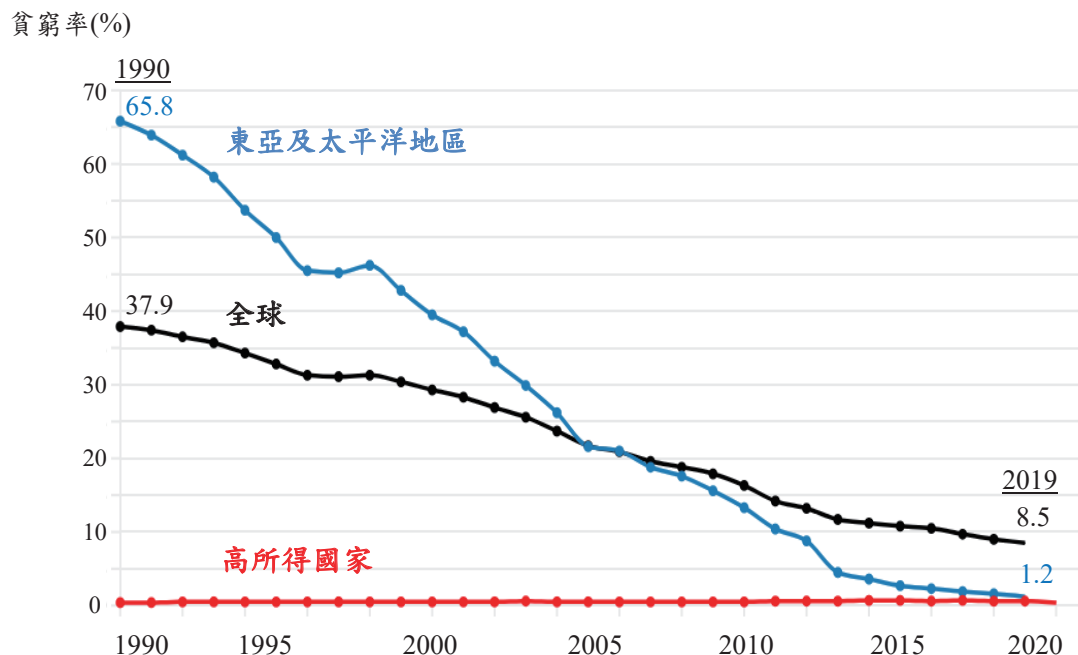
—全球數億民眾因自由貿易脫離貧困，貧窮率由 1990 年的 37.9%，大幅降至 2019 年的 8.5%，其中東亞及太平洋地區的降幅尤大（圖 4）。若干東亞國家（如台灣、南韓、新加坡及香港等）成功跨越中等所得陷阱（middle-income trap），躋升為高所得國家^{（註 27）}；中國大陸等新興市場經濟體，亦出現大量的中產階級。

圖 3 1990 ～ 2022 年全球貿易及 GDP 大幅擴增



資料來源：World Bank

圖 4 1990 年以來，全球貧窮率大幅下降



註：1. 貧窮率係指貧窮線以下的人口占比，貧窮線標準為每人每日收入 2.15 美元（以 2017 年 PPP 衡量）。

2. 此處之東亞及太平洋地區主要包含中國大陸、印尼、斐濟、泰國、馬來西亞等國家（地區）。

資料來源：World Bank Poverty and Inequality Platform

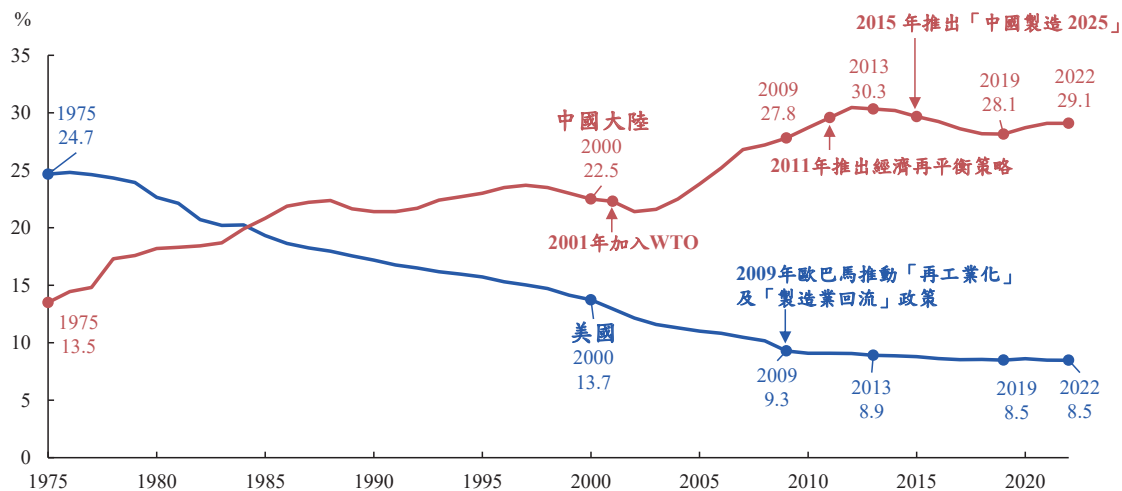
二、全球化快速發展產生的衝擊

（一）在全球化快速發展及技術進步下，全球勞動力大增、生產外包（outsourcing）帶走先進經濟體的中低階技術工作機會。

一大量勞動力加入全球經濟，壓抑先進經濟體的勞動報酬。此外，全球貿易也改變勞雇關係的本質；哈佛大學經濟學家 Rodrik 指出，若勞工可不受國界限制被輕易替代，則勞工的收入將會不穩，與雇主的談判力量也會減弱^{（註 28）}。

一技術進步及企業生產外包，致先進國家中低階技術工作機會流失；自 1970 年代中迄今，美國的製造業就業人數占總就業人數比重下滑^(註 29)，至於中國大陸則上升（圖 5）。

圖 5 美中製造業就業人數占總就業人數之比重



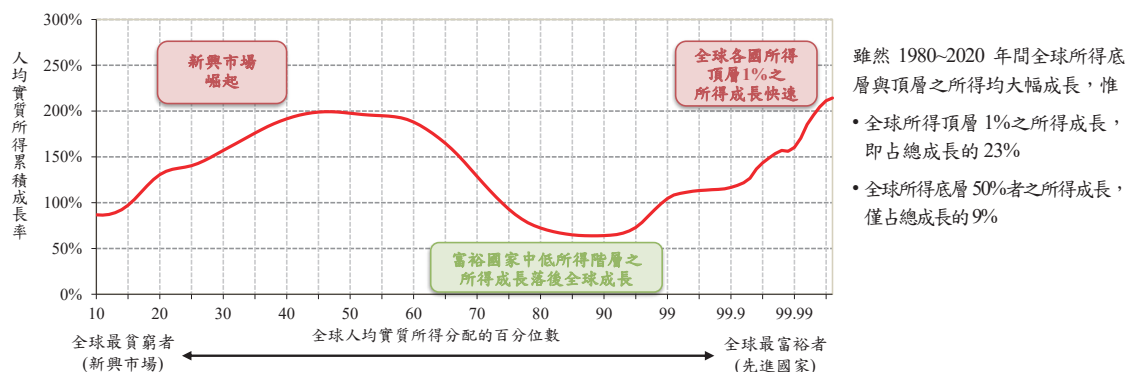
資料來源：Refinitiv Datastream

(二)伴隨全球化快速發展，許多國家所得與財富分配不均的程度提高^(註 30)。

一全球化雖有助降低全球貧窮率，拉近新興市場國家與先進國家之間的人均所得差距，但許多國家國內的所得分配不均卻擴大。其中，全球所得分配底層 50% 的人口（主要是新興市場人口）及頂層 1% 的人口（先進國家的高所得家庭）受益最多；至於富裕國家中低所得階層因全球化而流失工作機會，致所得成長相對落後，為全球化的受害者（圖 6）。

一此外，金融全球化使企業避稅操作更容易、金融化利益向富人傾斜，亦加劇財富分配不均；2012~2021 年，最富有的 1% 人口掌握全球新增財富約半數^(註 31)。

圖 6 全球所得分配不均概況（1980～2020 年）



資料來源：WID（2022），“World Inequality Report 2022,” *WID World Inequality Report*.

（三）高度的金融全球化加劇經濟金融波動，透過全球金融連結帶來廣泛的經濟金融不穩定，小型開放經濟體所受影響尤深。

一金融自由化及全球化已導致管制鬆綁、全球金融高度整合，使個別國家的經濟金融衝擊更快、更大規模地跨境傳遞至他國，甚至引發金融危機，例如 1997~1998 年亞洲金融危機、2008 年~2011 年全球金融危機，以及 2010 年歐債危機等。

危機事件	重要肇因與說明
亞洲金融危機	➢ 1990 年代以來，伴隨金融自由化及全球化快速發展，若干東南亞國家過度借入外債；金融監管不足，加上彼等政府對企業、金融機構提供的隱性擔保，可能引發道德風險（moral hazards），導致過度投資與借貸。 ➢ 就泰國而言，由於經濟基本面惡化，經常帳出現逆差，倚賴（外資）資本流入維持其國際收支平衡，且因泰銖釘住美元，缺乏彈性，1997 年 5 月起，投機客認為泰銖高估加以攻擊，泰國央行為穩定匯率拋匯，致其外匯存底急速流失，最終於 1997 年 7 月 2 日放棄固定匯率，致泰銖大幅貶值；馬來西亞、印尼、菲律賓及南韓等國貨幣亦受攻擊而大幅貶值，亞洲通貨危機（Asian Currency Crisis）爆發。 ➢ 同時，若干銀行及企業亦因無力償還貸款而出現經營危機；接著，通貨危機與銀行危機藉由傳染效應（contagion effect）迅速擴散，陸續波及周邊國家的金融體系，進而擴大為亞洲金融危機（Asian Financial Crisis），甚至連俄羅斯、巴西、土耳其及阿根廷等國亦受波及。

危機事件	重要肇因與說明
全球金融危機	➤ 一般認為，金融監管未能與金融自由化與金融創新並進，市場失靈加上政府過度崇尚自由市場而致管理鬆散，以及全球化下的管制套利（regulatory arbitrage），是 2007 年美國次貸危機（subprime mortgage crisis）的重要肇因。 ➤ 美國經濟金融位居世界核心地位，美國的次貸危機失控，至 2008 年雷曼兄弟（Lehman Brothers）宣告破產後擴大為全球金融危機，隨即演變成全球系統風險（systemic risk）。在全球化高度發展的情況下，全球金融危機的傳染效應，形成景氣循環與金融循環加乘之全球性衰退，進而在全球各地衍生後續危機。
歐債危機	➤ 歐元區邊陲國家（希臘、愛爾蘭等）過度舉債激勵經濟^{（註 32）}，致該區域主權債信惡化，主權債務風險透過金融管道，由邊陲國家擴散至核心國家。此外，全球金融危機期間資產價格下跌、市場流動性緊縮，使歐洲銀行業面臨經營危機，政府為提供金融業紓困及提振經濟所採的擴張性財政措施，導致部分國家債務情勢急遽惡化。 ➤ 歐債危機主要與歐元區的根本問題有關，包括單一匯率使各國經濟長期失衡、缺乏財政協調及移轉機制、金融零碎化（financial fragmentation）使央行貨幣政策傳遞管道受阻，及欠缺單一監理及存保機制等；此外，歐債危機亦凸顯主權風險及金融體系間的緊密關係，以及危機恐跨境擴散的潛在可能性。

資料來源：本行自行整理

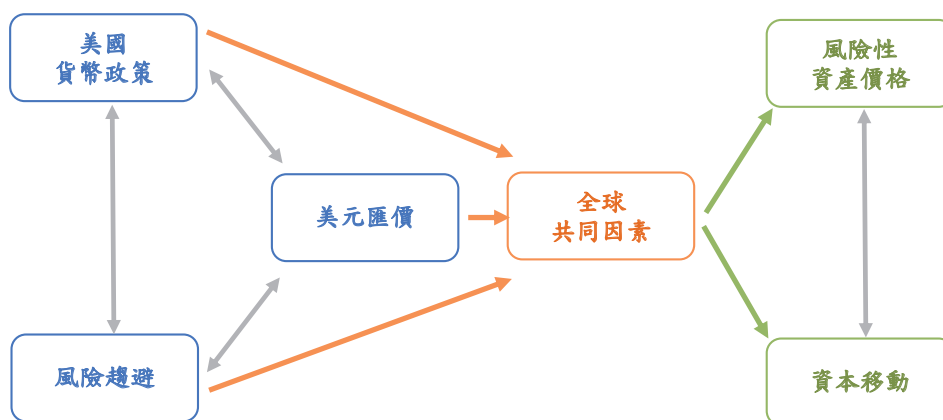
一在全球金融循環中，全球資產價格、槓桿率及資本移動等，往往出現同步消長；主要經濟體（尤其是美國）經濟金融的衝擊，常使各國資產價格等發生連動的劇烈變化，進而產生大規模跨國資本移動（尤其與股市相關的大規模資本移動）。

- 國際金融學者 Hélène Rey 指出^{（註 33）}，美國貨幣政策變化促使跨國資本快速且大規模地自由進出，投資者對風險偏好（risk on）或嫌惡（risk off）的態度，以及槓桿化（leverage）或去槓桿化（deleverage）的行為，使風險性資產價格劇烈變動，全球各國經濟金融因而暴漲暴跌（booms and busts），易使各國嚴重受創，演變成全球問題；此

反覆循環的現象，稱為全球金融循環。

- 美國貨幣政策及全球風險趨避行為^(註34)係驅動全球金融循環之主要力量，加上美元匯價，三者交互作用構成全球共同因素，進而影響全球的風險性資產價格及全球資本移動（圖7）。

圖7 全球金融循環的傳遞管道



資料來源：Habib and Venditti (2018)

- 在全球金融循環中，全球資產價格、槓桿率及資本移動均會同步消長。本行根據 Habib and Venditti (2018) 實證方法^(註35)，計算1990~2021年，50個經濟體（26個先進經濟體及24個新興市場經濟體）兩兩之間資產價格或資本流量的關係，顯示跨國的資產價格間或資本流量間常有同向變動情形；其中，金融資產價格同步性遠高於資本流量之同步性。此外，金融體系在承平時期的擴張信用（提高槓桿），在動盪時期則會緊縮信用（去槓桿化）。

金融資產
價格
同步性高

在全球金融高度整合下，在樣本期間全球各國風險性資產價格（以股價指數報酬為代表）之相關係數高達0.55~0.65，隱含各國金融資產價格呈現中度正相關。

信用情勢
同步性高

國際銀行體系在承平時期，各國常見同步擴張信用，但在動盪時期則見同步緊縮信用（即去槓桿化）；而新興市場經濟體之債權相關證券投資項（政府及民間部門所發行債券），亦有類似情形。

- 美國貨幣政策、美元匯價及風險趨避構成全球金融循環，影響全球風險性資產價格等，形成同步變動。例如，當美元貶值，將帶動全球風險性資產價格上揚^(註 36)；至於美元升值，則將導致風險性資產價格下跌（圖 8）。

金融
循環
擴張
階段

美國 Fed 採寬鬆性貨幣政策，如 2020 年 3 月降息與啟動量化寬鬆 (QE) 措施，促使美元貶值 (圖 8A 左)，全球投資者的風險偏好提高，國際資本大量流入他國，全球風險性資產價格齊漲 (圖 8B 左)。

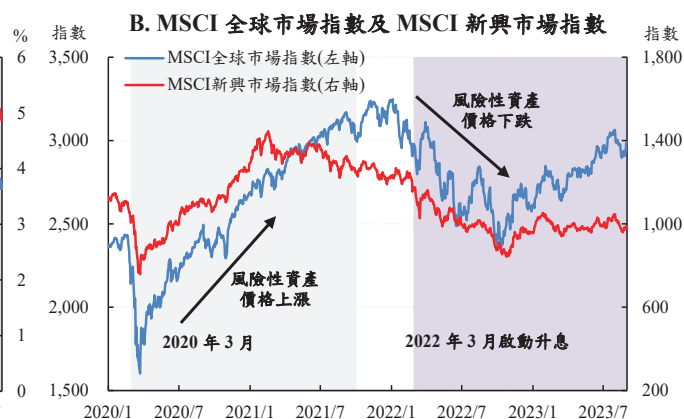
金融
循環
緊縮
階段

美國 Fed 採緊縮性貨幣政策，如 2022 年 3 月啟動升息、2022 年 6 月啟動量化緊縮 (QT) 措施，促使美元升值、美債殖利率上揚 (圖 8A 右)，美國境內及國際上出現美元融資壓力 (即美元借貸不易或融資成本上揚)，國際資本移動收縮；全球投資者承受風險的意願降低，全球風險性資產價格齊跌 (圖 8B 右)。

圖 8 美國貨幣政策、美元匯價及風險趨避構成全球金融循環



資料來源：IMF、Bloomberg



資料來源：Bloomberg

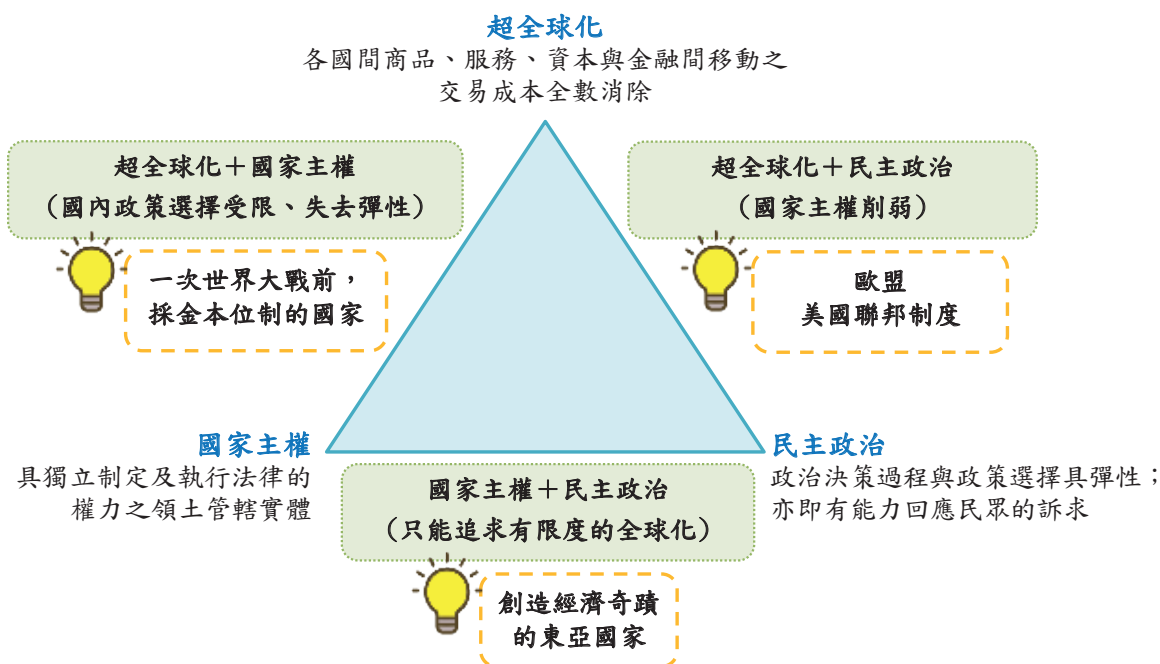
- 不過，個別國家經濟規模與體質不盡相同；對高度開放的小型經濟體而言，更易受大規模資本移動的衝擊；此外，若一國金融自由化的順序錯置，則資本自由化恐提高國內出現銀行危機、通貨危機的可能性。
- 資本移動常反映新興市場更深層的政策問題或經濟不平衡，惟資本移動通常亦成為危機的傳導機制^(註37)；資本自由移動恐加劇經濟金融波動、加大肇致危機的頻率。Atish et al. (2016) 研究指出^(註38)，1980~2014 年間，50 多個新興市場經濟體共計遭遇約 150 個國際資本大舉湧入的事件，這些事件約有 20% 是以金融危機收場，且許多伴隨著大規模的產出減少。
 - 在金融全球化的發展過程中，若干開發中國家可能遭逢代價高昂的銀行危機。Kaminsky and Reinhart (1999) 研究發現^(註39)，當國內金融自由化的順序錯置，則伴隨資本自由化的進行，將提高國內銀行危機及（或）通貨危機發生的機率，這些危機常帶來產出的大幅萎縮。

參、全球化矛盾的理論基礎

一、Rodrik 的「三難困境」(Trilemma)

- (一) Rodrik 早於 1997 年《全球化走得太遠了嗎？》(Has Globalization Gone Too Far?) 乙書，即對全球化示警；他質疑跨境資本移動的好處，對「華盛頓共識」提出批評，強調引領成長的途徑繁多，並非僅有奠基於「華盛頓共識」的經濟成長方案可行。
- (二) Rodrik 提出世界經濟的政治三難困境，即一國無法「同時」、「完全」擁有民主政治、國家主權與超全球化(hyper-globalization)，只能取其二者(圖 9、表 1)；其基礎假設為全球化與民主政治存在本質上的衝突。

圖 9 世界經濟的政治三難困境



資料來源：Rodrik, Dani (2011), *The Globalization Paradox: Why Global Markets, States, and Democracy Can't Coexist*, Oxford University Press, Mar.

表 1 世界經濟的三大原型與實際案例

經濟原型	說明	實際案例
超全球化+ 國家主權 (政策選擇受限)	為吸引資本與貿易流入，各國政府均致力於尋求採行低稅負、放寬管制、小政府等政策；換言之，各國政策選擇受限、失去彈性，猶如穿上黃金緊身衣 (golden straitjacket)。	一次世界大戰前，採金本位制的國家
超全球化+ 民主政治 (國家主權削弱)	各國政府雖不會消失，惟彼等的權力將因超國家規則 (supranational rules) 的制定與執行機構而遭嚴重削弱，即各國國家主權受限，形成全球治理 (global governance)，亦稱全球聯邦主義 (global federalism)。	歐盟、美國聯邦制度

經濟原型	說明	實際案例
國家主權＋民主政治 (有限度的全球化)	➢ 維持國家主權與民主政治之下，一國僅追求有限度的全球化。 ➢ 根據「布列敦森林—關稅暨貿易總協定制度」(Bretton Woods-GATT regime) 的精神，各國可以(甚至是被鼓勵) 移除若干貿易相關的邊境限制，並在不歧視貿易夥伴為前提下，依據自身需求制訂政策。 ➢ Rodrik 稱此為布列敦森林妥協(Bretton Woods compromise)，即容許足夠的國際規範以朝貿易自由化前進，惟亦使政府擁有一定的空間以因應國內需求(如國內社會與就業需求等)。	創造經濟奇蹟的東亞國家

資料來源：Rodrik, Dani (2000), “How Far Will International Economic Integration Go?” *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 14, No. 1, pp. 177-186; Carrasco, Guillem (2020), “Rodrik’s Trilemma and its Consequences,” *Project Statecraft*, Oct. 1; Rodrik, Dani (2011), *The Globalization Paradox: Why Global Markets, States, and Democracy Can’t Coexist*, Oxford University Press, Mar.

(三) Rodrik 於 2000 年預言^(註 40)，未來 20 年全球經濟可能走向各國政府訴諸保護主義。歷經 2016 年英國脫歐(Brexit)、川普當選美國總統等事件後，有論者認為，2016 年堪稱羅德里克時刻(Rodrik moment)^(註 41)。

(四) 面對全球化矛盾，Rodrik 認為，各國有權保護其制度性安排，並捍衛相關管理措施的完整性；市場與政府是一體的兩面，市場須深嵌在治理體系中；此外，通往繁榮的路不只一條，各國應選擇最適合自己的制度。

二、Palley 的「兩難問題」(Dilemma)^(註 42)

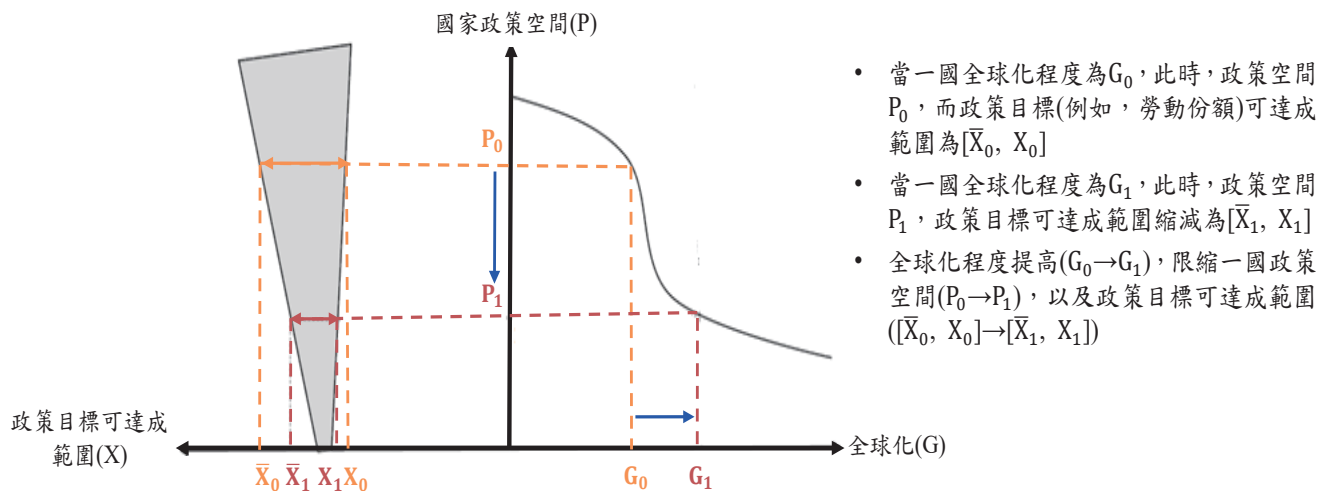
(一) 美國前美中經濟與安全審查委員會首席經濟學家 Thomas I. Palley 指出，Rodrik 所定義的民主包含「政治決策過程」與「政策選擇」，但實務上，民主強調「政治決策過程」；據此，全球化與民主政治並非不相容。不論一國的政治決策過程為民主或獨裁，皆可追求全球化，全球化因而有不同

面貌，反映各國不同的政治偏好。

(二) Palley 主張，全球化程度提高將限縮一國政策空間，「三難困境」實應為「全球化提高」與「國家政策空間降低」之「兩難問題」；國家主權亦應視為國家政策空間，提高全球化會降低國家政策空間，進而降低國家主權。儘管 Rodrik 與 Palley 兩人的用詞不一，但想法並無二致，均強調若一國過度追求全球化，將限縮自身政策空間（即政策選擇）。

(三) 根據 Palley 的理論，全球化與國家政策空間、政策目標可達成範圍的交互關係如下（圖 10）：

圖 10 全球化與國家政策空間、政策目標可達成範圍的交互關係*



* 為方便以二維圖形說明相關概念，Palley（2017）以單一政策目標進行分析；惟實務上，一國政府所追求的政策目標可能相當繁多，包括經濟成長率、就業、分配均等及政經社會穩定等。

資料來源：Palley（2017）

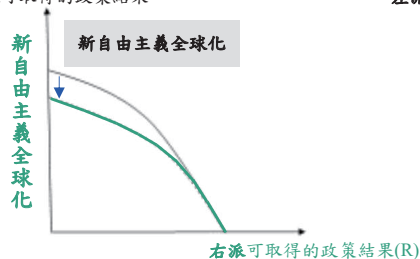
(四) 全球化除限縮國家政策空間外，Palley 認為，不同類型的全球化將扭轉一國政策可能性前沿（Policy Possibility Frontier, PPF）（圖 11），亦即扭轉國家政策空間及選項。

一政治光譜兩端為左派與右派，分別追求不同類型的全球化：

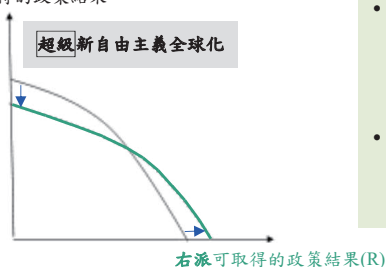
- 左派：政府應介入經濟以保障國內勞工及產業，提倡社會福利，嚮往（超級）社會主義（民主）全球化。
- 右派：信仰市場經濟及主張資本完全自由移動，反對政府干預，嚮往（超級）新自由主義全球化。

圖 11 不同類型的全球化將扭轉一國政策空間及選項

左派可取得的政策結果

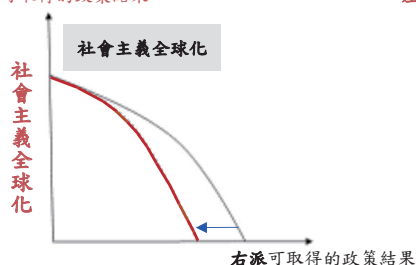


左派可取得的政策結果

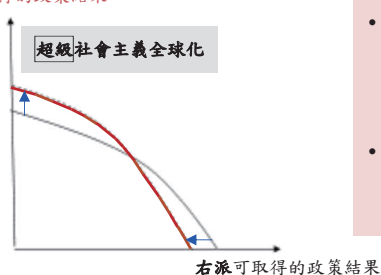


- 當一國崇尚新自由主義全球化，政策將著重於解除市場管制、反對政府干預，以及主張資本完全自由移動，這將擴大右派可取得之成果。
- 惟這不利該國國內勞工權益及部分產業，限縮左派可達成之目標，進而可能引發國內政治動盪與不穩定。

左派可取得的政策結果



左派可取得的政策結果



- 當一國崇尚社會主義全球化，將著重保障國內勞工及產業時，其政策則較傾向政府管制、提倡社會福利，以及反對貿易完全自由開放。
- 故即使該國加入新自由主義全球化體系，各項開放市場措施亦將相對謹慎，限縮右派可取得之成果。

資料來源：同圖 10

(五) Palley 指出，全球化將帶來政策鎖定（policy lock-in）效果，即一國政經結構受全球化發展而定型，致逆轉或取消原政策的代價高昂。

一企業在全球化過程中已投入大量成本，如重新布局、建廠等所費不貲，故將傾向說服政府留在全球化體系。

一若一國無力處理當前問題的成本，已高於離開現行體制的成本，一國便會打破體制，如英國脫歐即為一例。

- (六) Palley 主張，為解決新自由主義全球化造成的外部性與競相逐底（race-to-the bottom）^{（註 43）} 問題，須倚賴主要經濟體透過國際政策協調（如國際締約），來制定基本規範。

肆、全球化高度發展的反思與回應

一、面對全球化高度發展帶來的問題，近年中、美均重新思考並調整全球化的腳步，祭出不同回應政策（表 2）

- (一) 1980 年代迄今，中國大陸不斷調整經濟發展路線；中國大陸早期以獨特的方式融入全球經濟^{（註 44）}，迨至近期，鑑於資本主義對既有政治體制形成挑戰，中國大陸政府再次擁抱社會主義特色，如抑制資本無序擴張、加強監管等；當前發展則著重於處理「政府與社會」、「中央與地方」的關係。
- (二) 過去美國力倡自由貿易，惟全球化盛行下，其國際地位受中國大陸崛起的挑戰，內部經濟社會又面臨製造業就業機會流失及民粹主義抬頭等問題，故轉採保護主義措施，如促進製造業回流、退出「跨太平洋夥伴協定」（Trans-Pacific Partnership, TPP）^{（註 45）}、加徵關稅及採貿易管制等，並提倡政府介入的「新華盛頓共識」（new Washington consensus）。
- (三) 大抵而言，中、美兩國均未放棄全球化，彼等或皆希望主導全球化發展，從而形成大國角力的局面。

一由東協提出、中國大陸主導的「區域全面經濟夥伴協定」（Regional Comprehensive Economic Partnership, RCEP），於 2013 年啟動談判；截至 2023 年 6 月 2 日，已對 15 個會員國全面生效。

一拜登於 2022 年宣布啟動由美國主導的「印太經濟架構」（Indo-Pacific Economic Framework, IPEF）；外界將 IPEF 視為美國退出 TPP 後的替代品，以及用於對抗中國大陸主導的 RCEP。

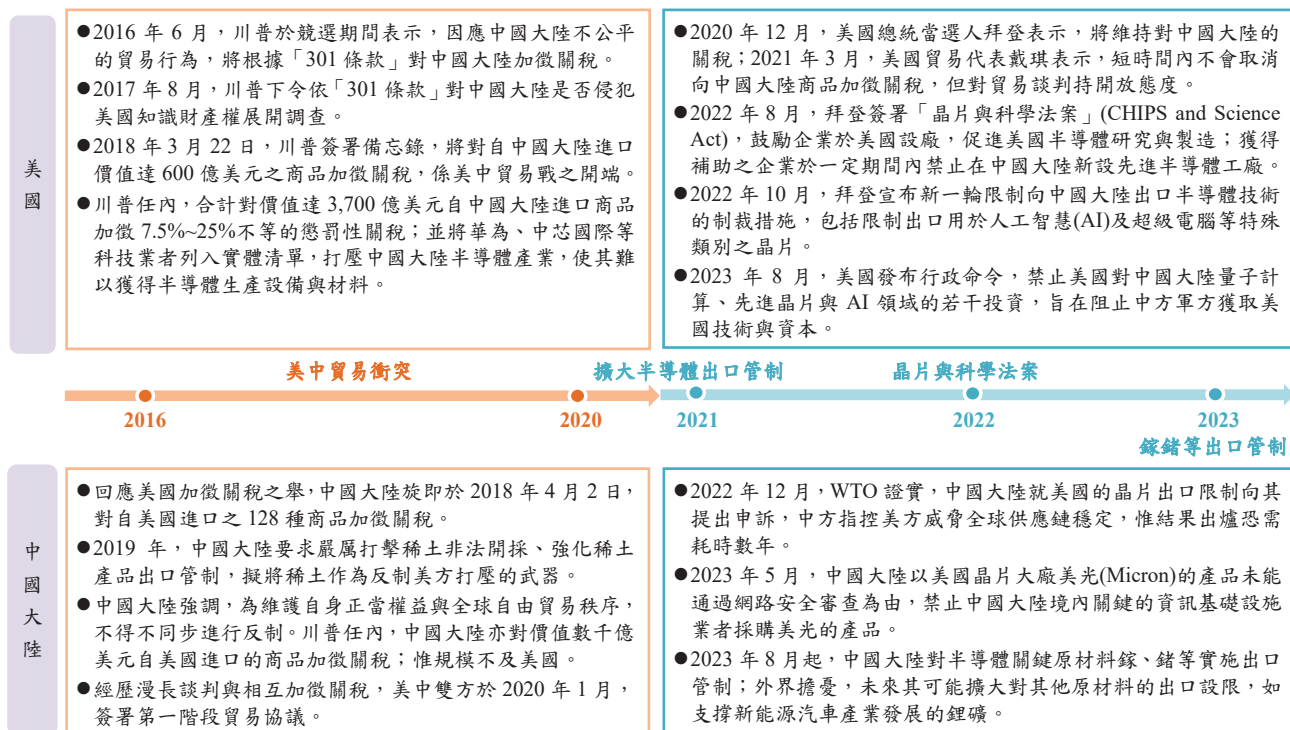
表 2 為回應全球化高度發展帶來的問題，
中、美兩國皆重新調整全球化的步調與相關政策

政策 國家	經濟及社會政策調整	全球化發展路線調整
中國大陸	➢ 中國大陸歷經 1980 年代的改革開放後，2011 年起，調整發展路線，推行轉向內需的「再平衡」結構改革；2015 年進一步訴求躋升製造業強國的「中國製造 2025」。 ➢ 隨新自由主義全球化、資本主義向前推進，與中國大陸體制產生衝突，中國大陸尋求抑制資本的無序擴張。 ➢ 為避免民營陸企（尤其是科技巨擘）在全球化發展中日漸壯大，對國有企業利益與既有政治體制形成挑戰，中國大陸除強化產業監管外，亦強調「反壟斷」、促進「共同富裕」，加強對民營企業的整治。 ➢ 中國大陸由過去主要推進「政府與市場」的關係，轉向處理「政府與社會」、「中央與地方」的關係；國務院總理李強表示，未來政策將著重「李強經濟學」的三支箭，即發展民營經濟、開放招商引資及促進產業升級。	➢ 中國大陸於 2013 年提出「一帶一路倡議」（Belt and Road Initiative）之跨國經濟合作構想，並聲稱，透過投資歐亞沿線區域基礎設施，強化沿線區域國家的經濟聯繫。 ➢ 東協於 2011 年提出草案，經第 19 屆東協高峰會議通過「東協區域全面經濟夥伴架構協議」，邀請中國大陸、日本、南韓、印度、紐西蘭及澳洲等對話夥伴參與，於 2013 年啟動談判，後由中國大陸主導 RCEP；不同於以往的貿易協定，RCEP 強調漸進式自由化，要求市場開放程度較低；截至 2023 年 6 月 2 日，已對 15 個會員國全面生效。 ➢ 2023 年金磚五國峰會上，阿根廷、埃及、衣索比亞、伊朗、沙烏地阿拉伯及阿拉伯聯合大公國等國，獲邀加入金磚集團；中國大陸係重要推手。

政策 國家	經濟及社會政策調整	全球化發展路線調整
美國	➤ 2009 年時任美國總統歐巴馬力倡製造業回流美國，並推動再工業化政策；2016 年川普當選美國總統後，除力促製造業回流外，更高舉「美國優先」（America First）大旗。 ➤ 2018 年起，美國對自中國大陸進口的商品加徵關稅，中國大陸隨即採取報復措施，引發美中貿易衝突（圖 12）。 ➤ 2019 年起，美國加強對中國大陸取得半導體設計、製造技術之管制；美國總統拜登於 2021 年上任後，持續擴大半導體相關出口管制，中國大陸則予以反制（圖 12）。 ➤ 當前為加強經濟、國家、能源與氣候等安全，「拜登經濟學」（Bidenomics）支持針對性投資，美國改變過去大力支持自由貿易的態度，漸轉向重視國內產業政策。此外，美國政府亦從推崇自由市場的「華盛頓共識」，轉為強調產業政策及政府介入的「新華盛頓共識」。	➤ 2017 年 1 月，川普簽署行政命令，美國正式退出 TPP。 ➤ 2017 年起，美國與加拿大及墨西哥就「北美自由貿易協定」（NAFTA）重新談判，新版「美墨加協定」（USMCA）於 2020 年正式生效。 ➤ 川普於 2017 年提出「印太戰略」（Indo-Pacific strategy）構想，外界認為，此旨在與「一帶一路倡議」抗衡。 ➤ 拜登於 2022 年宣布啟動 IPEF，其不涉及開放市場或降低關稅，而係於戰略性支柱尋求合作；外界將 IPEF 視為美國退出 TPP 後的替代品，以及用於對抗中國大陸主導的 RCEP。 ➤ 2023 年 G20 會議場邊，美國、歐盟、印度及中東國家宣布建立「印度—中東—歐洲經濟走廊」，旨在促進經濟成長與政治合作，並與「一帶一路倡議」互別苗頭。

資料來源：本行自行整理

圖 12 美中貿易戰與晶片戰

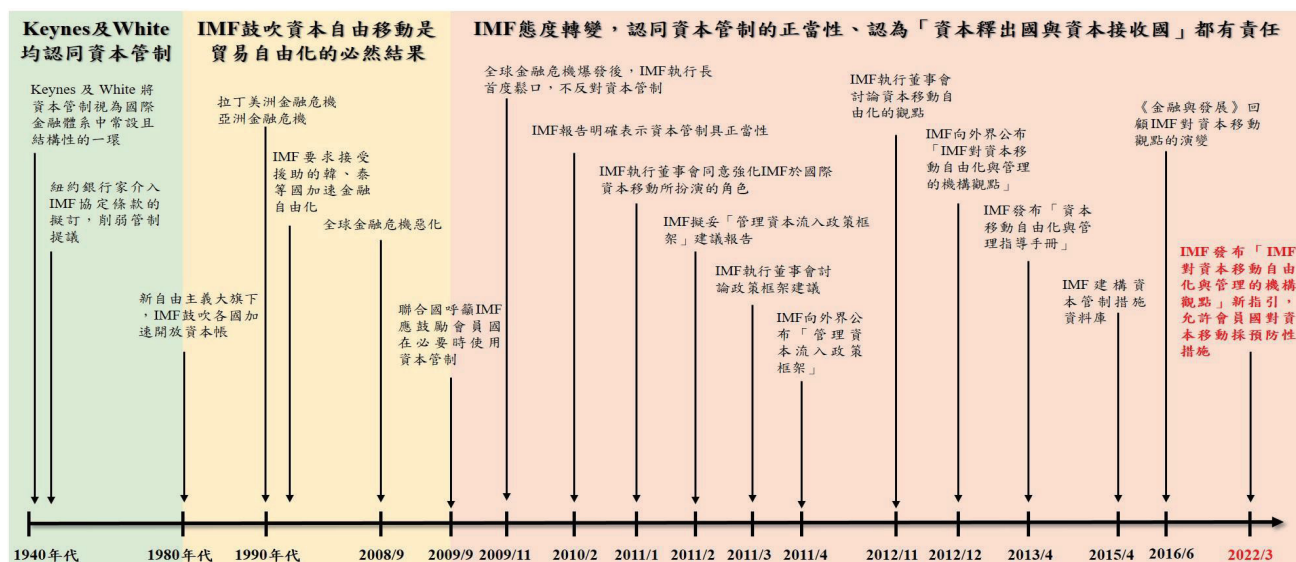


資料來源：本行自行整理

二、國際間對金融自由化與金融全球化的省思

- (一)全球金融危機前，解除管制蔚為主流，崇尚市場機制 (market mechanism) 的功能；支持者主張，市場機制可讓資源達最有效配置、市場具自我修正的力量，政府干預沒必要且無效。
- (二)2008 年全球金融危機爆發，印證市場失靈 (market failure) 的危害，主流思維轉而強調政府角色的重要性。此外，全球金融危機後，國際間開始反思資本自由移動與浮動匯率的效益，IMF 亦改變其長期思維 (圖 13) (註 46)。

圖 13 IMF 從早期認同資本管制，轉為大力鼓吹資本自由移動，近年再回歸認同資本管制的演變



資料來源：中央銀行（2022）、中央銀行（2016）、Ostry et al.（2016）、IMF（2022）

（三）1940年代擘劃IMF的John Maynard Keynes及Harry Dexter White雖均贊同資本管制，惟1970年代末~2008年全球金融危機前，IMF鼓吹資本自由移動、反對任何資本管制；迨至全球金融危機後，IMF的態度大轉變，轉而認同資本管制的正當性，回歸Keynes及White所秉持的關鍵宗旨。

—1940年代：擘劃IMF的Keynes及White均贊同資本管制

- 1940年代，一手擘劃IMF的Keynes及White均體認到資本自由移動的危險，認為資本釋出國（source country）須承擔責任，因彼等的政策會製造過多或風險過高的資本流出，同時對通貨競貶（competitive currency depreciations）的影響深感擔憂，強調應規範以鄰為壑（beggar-thy-neighbor）政策。
- 當時包括先進經濟體在內，大多數國家採取資本管制為主；因此，兩人原擬的IMF「協定條款」責成各國須合作來強化彼此的資本管制措施，並未賦予IMF推動資本自由化的權力。

- 不過，有力的紐約銀行家卻在最後一刻介入，削弱了 IMF 對於資本管制的提議。

—1970 年代末 ~2008 年全球金融危機前：IMF 崇尚資本自由移動、反對任何形式的資本管制

- 1970 年代，新自由主義開始影響先進國家的政策，多國政府撤除限制資本跨境移動的措施，邁向資本帳自由化（capital account liberalization）或金融全球化。
- 迨入 1980 年代，新自由主義成為全球主流思維，融入給予新興市場及開發中經濟體的政策建議—「華盛頓共識」，新興市場解除資本管制，朝資本帳自由化邁進成為主流趨勢。

—2008 年全球金融危機後：IMF 轉為認同資本管制，承認資本移動的效益被誇大；迨至 2022 年 3 月，鑑於疫情引發全球資本移動急遽逆轉^{（註 47）}，IMF 更允許會員國採取先發制人的資本移動管理措施與總體審慎措施。

三、為因應金融體系的市場失靈與系統風險問題，國際間重思自由市場與政府管理的平衡，並強化金融管制^{（註 48）}

（一）2008 年全球金融危機前，市場機制當道，各界過度相信自由市場能使資源達最有效率的配置；迨至美國次貸危機爆發，凸顯了不受管制的自由市場，往往因非理性行為（irrational behavior）、資訊不對稱（information asymmetry）等因素，無法有效率地配置資源，進而導致市場失靈。尤有甚者，全球化高度發展、各國金融體系緊密連結，使美國次貸危機的負面衝擊快速外溢至其他國家，引發 2008 年全球金融危機^{（註 49）}。

—2000 年起，全球超額流動性過多且投資人風險意識降低，致信用與資產市場出現泡沫化現象。

—金融監理機關過度相信金融自由化之效益及市場自我調整機制，監管不足，且金融業過度創新及複雜的衍生性金融商品大幅成長，使風險評估

困難。影子銀行體系（shadow banking system）並未受到有如商業銀行般的監控，加以過去金融監理機關主要僅著重個別金融機構之監控，忽略金融體系間的相互關聯性及金融體系與總體經濟間之相互影響，致未能預先偵測危機。

—2018 年 9 月初，在雷曼兄弟倒閉 10 週年前夕，現任 ECB 總裁、時任 IMF 執行長的 Christine Lagarde 表示^(註 50)，金融創新的發展遠超越監管、銀行業與金融服務全球化的推進，以及全球化下的管制套利，導致雷曼兄弟倒閉並讓災情蔓延。

(二) 全球金融危機顛覆了過去推崇自由市場的主流思維，印證新自由主義政策並未達成其聲稱的最適化結果；換言之，市場機制並非總可讓資源有效配置、自由市場並非總能自我修正，因此，政府與金融監管的角色至關重要。

—全球金融危機促使各界正視自由市場可能存在的市場失靈問題、瞭解既有管制規範（如 Basel II）的不足與缺失，進而體認到政府能扮演重要角色；金融監管當局透過更妥適的金融管制，有助於促進金融穩定。

—即便是曾力推金融自由化、反對管制的前 Fed 主席 Alan Greenspan，在 2008 年 10 月間出席國會聽證會時亦坦承，以前過度相信自由市場具自我修正的力量，並承認其對金融解除管制的信念已動搖。此外，Greenspan 與前 Fed 主席 Ben Bernanke 坦承，Fed 在 2000 年代疏於採取足夠行動來防止金融脆弱性累積，且在危機爆發前未能迅速因應，確有疏失^(註 51)。

(三) 為免重蹈全球金融危機覆轍，國際間陸續推動金融管制改革或金融再管制（表 3），主要國家亦大幅修訂金融法規及金融監理制度加強監管（表 4），以因應全球化對金融體系帶來的系統風險。

表 3 國際間陸續推動大幅金融管制改革或金融再管制

國際間金融管制改革 或金融再管制	主要內容
發布巴塞爾資本協定 Basel III，改革銀行資本提列與流動性管理規定，強調總體審慎監理	巴塞爾銀行監理委員會（Basel Committee on Banking Supervision, BCBS）自 2010 年起陸續發布 Basel III 改革內容，除提高最低資本要求、增訂槓桿比率與流動性標準等多項改革外，更將總體審慎概念納入監理架構，增訂逆循環資本緩衝、系統風險附加資本及嚴格限制大額曝險等 ^(註 52) ，以解決系統危機所致的市場失靈問題。
推動店頭衍生性商品集中交易對手（CCP）結算機制	主要國家陸續推動集中交易對手結算機制 ^(註 53) ，並對未能集中交易之店頭衍生性商品適用較嚴格之資本規定，以降低交易對手風險及系統重要性金融機構倒閉對金融穩定之衝擊，維持金融市場穩定。
成立金融穩定委員會（FSB）	為加強監控全球系統風險，並強化全球金融監理及一致性，2009 年 G20 領袖高峰會決議成立 FSB ^(註 54) ，主要任務包括：評估全球金融體系之脆弱性，確認可採行因應措施；促進各國金融穩定相關監理機關間之合作及資訊交流；以及監控全球金融市場發展，並提供監理政策建議及國際準則等。

資料來源：本行自行整理

表 4 主要國家（地區）大幅改革金融法規及金融監理制度

國家 / 地區	改革重點	存保機構
美國	訂定「Dodd-Frank 華爾街改革與消費者保護法」	美國於 2010 年 7 月通過「Dodd-Frank 華爾街改革與消費者保護法」（Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act），主要內容包括： ➢ 成立金融穩定監督委員會（Financial Stability Oversight Council, FSOC）^(註 55)，監管系統風險議題。 ➢ 擴大聯邦準備制度權責，限制大型金融機構^(註 56)並建立清理機制。 ➢ 建立有序退場機制，以解決系統重要性金融機構破產問題。 ➢ 加強對衍生性金融商品、信評機構及非銀行金融機構之監督等。

國家 / 地區	改革重點	存保機構
英國	強化英格蘭銀行 (BoE) 監理權力，並加強總體審慎監理	英國政府自 2009 年起啟動一連串金融監理改革： ➤ 將金融監理權由金融服務監管局 (Financial Services Authority, FSA) ^(註 57) 移回 BoE，內部設立審慎監理局 (Prudential Regulation Authority, PRA) ^(註 58) 及金融政策委員會 (Financial Policy Committee, FPC)，分別負責個體及總體審慎監理。 ➤ 賦予 BoE 處理瀕臨倒閉銀行之權力。
歐盟	建立泛歐洲之金融監理架構	鑑於全球金融危機時各成員國金融監理體系不同，無法有效整合以因應系統危機，歐盟於 2011 年建立歐洲金融監理體系 (European System of Financial Supervision, ESFS)： ➤ 設立歐洲系統風險委員會 (The European Systemic Risk Board, ESRB)，以監控系統性風險及強化總體審慎監理。 ➤ 分別就銀行、保險及證券業成立歐盟層級之金融監理機關 ^(註 59) ，以強化個體審慎監理及促進各國金融法規之一致性。

資料來源：本行自行整理

伍、近年來全球化已減速，並藉投資結構及貿易的重塑，朝新全球化發展 ^(註 60)

一、近年來，全球對外直接投資 (FDI) 趨於零碎化，供應鏈則朝向分流及在地化發展

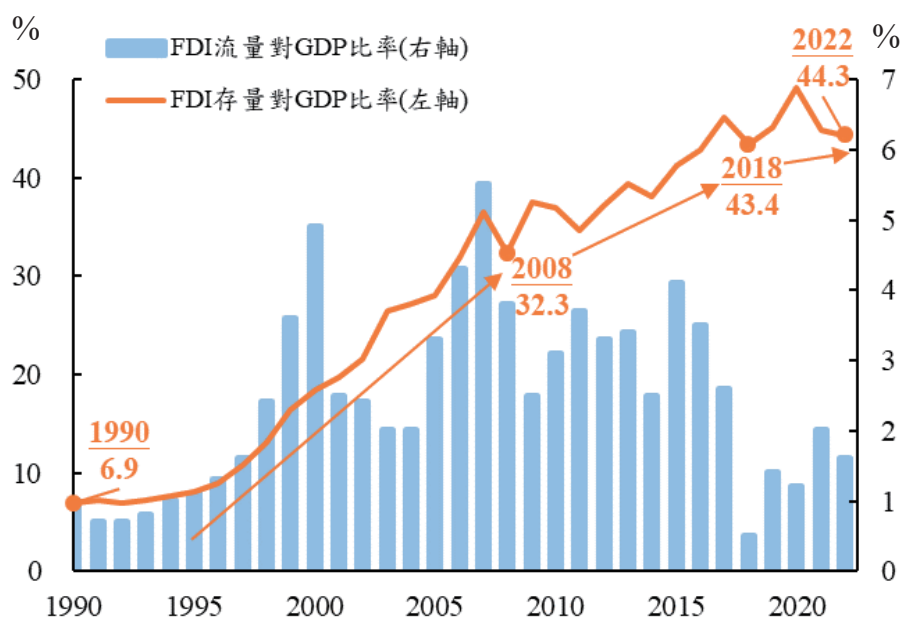
(一) 目前全球 FDI 活動仍熱絡，惟發展趨於零碎化，其中，對中國大陸的投資趨緩 ^(註 61)，東協則吸引全球 FDI 的青睞。

一全球 FDI 存量對 GDP 比率，曾由 1990 年之 6.9% 大幅上升至 2008 年之 32.3%；2008~2018 年，由 32.3% 緩升至 43.4%；近期伴隨主要國家採貨

幣緊縮，全球 FDI 活動進一步放緩，迨至 2022 年，該比率僅微幅上升至 44.3%（圖 14）。

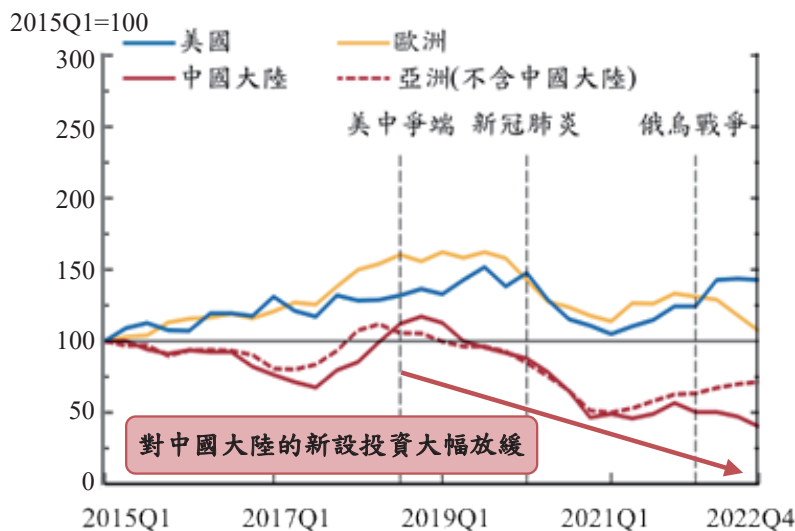
—2018 年起，地緣政治風險升溫，隨歐美限制企業對中國大陸關鍵經濟領域的投資及出口，加以中國大陸經營環境惡化^{（註 62）}，全球對中國大陸的策略產業^{（註 63）}之新設投資（greenfield FDI）^{（註 64）}減緩（圖 15）；至於東協則因同時為中國大陸產業整合及美國策略聯盟的夥伴，吸引全球 FDI 的青睞（圖 16）。

圖 14 全球 FDI 對 GDP 比率



資料來源：Economist Intelligence Unit

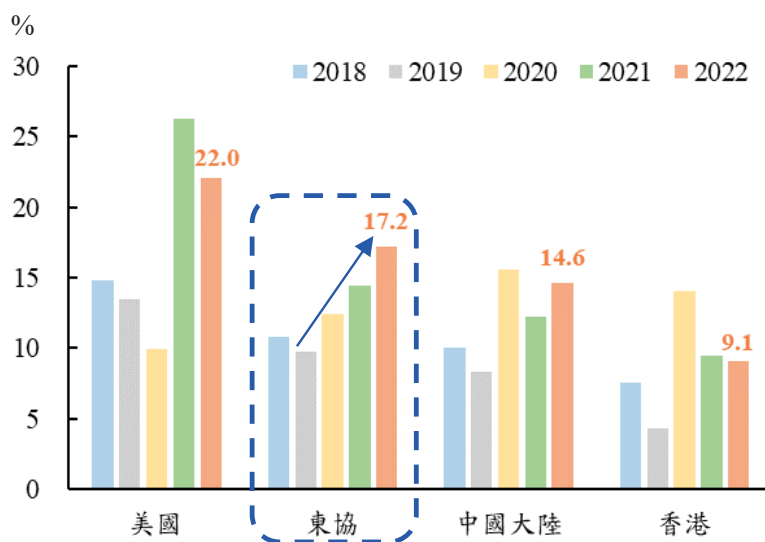
圖 15 全球對策略產業之新設投資的分布



註：採 4 季移動平均。

資料來源：IMF（2023），*World Economic Outlook*, Apr.

圖 16 全球 FDI 主要流入國家（地區）



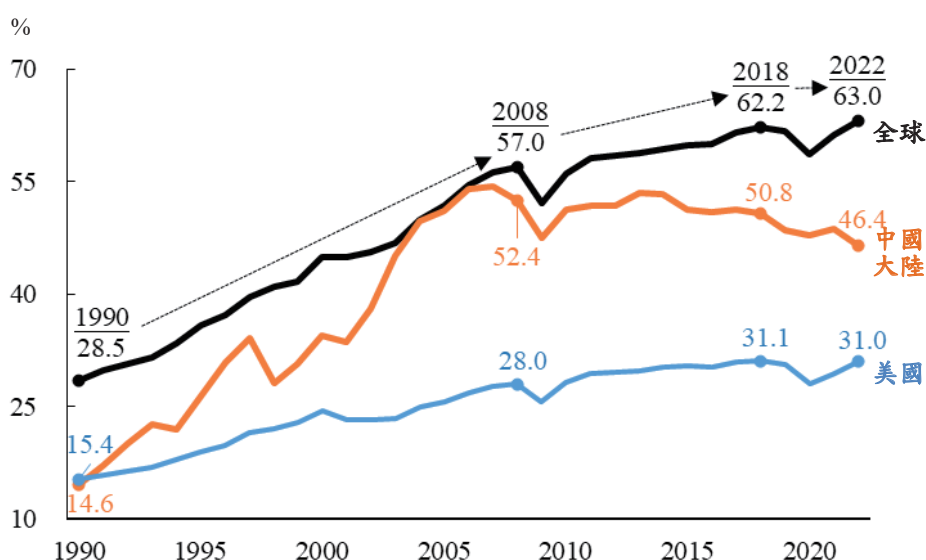
註：2022 年全球 FDI 淨流入合計 12,947.4 億美元。

資料來源：World Investment Report 2023, UNCTAD

(二) 儘管全球對外貿易程度仍高，但地緣政治風險使各國愈發重視國安議題，全球供應鏈朝向分流與在地化發展。

— 全球實質商品及服務進出口對 GDP 比率，由 1990 年之 28.5% 大幅上升至 2008 年之 57.0%，至 2018 年美中貿易戰爆發後續升為 62.2%，近期則緩升至 63.0%（圖 17）。

圖 17 全球與主要國家實質商品及服務進出口對 GDP 比率



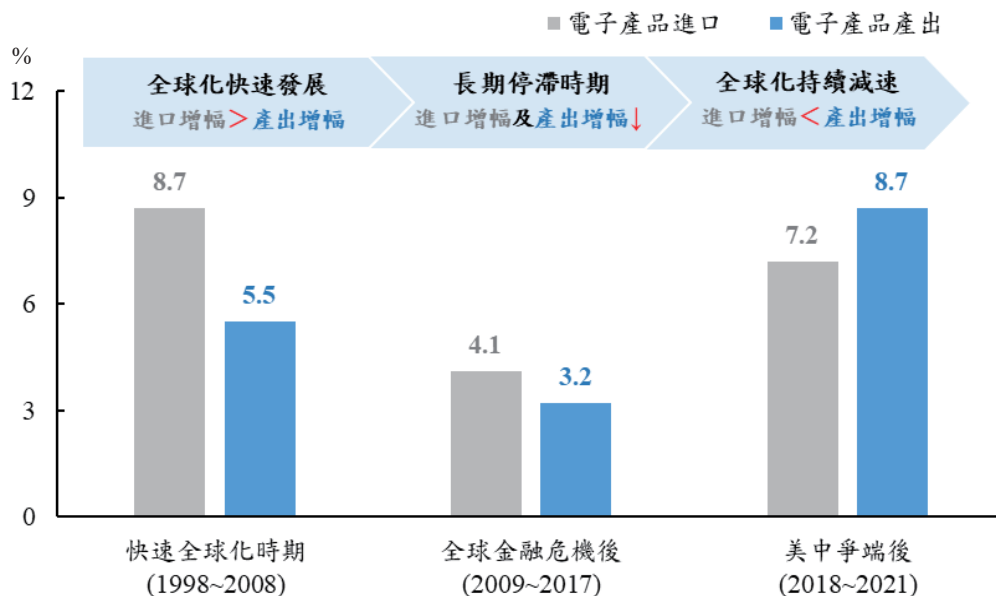
註：按 US\$ at 2010 prices 基礎計算。

資料來源：Economist Intelligence Unit

— 2018 年以來，美中對抗加劇、疫情及俄烏戰爭爆發，主要國家積極進行國際結盟，加大政策力道重塑全球供應鏈，推動生產回流（reshoring）、近岸外包（nearshoring）及友岸外包（friendshoring），降低關鍵物資及策略產業對競爭對手的依賴。

— 各國高科技產品在地化生產更加明顯，2018~2021 年全球電子產品產出平均年增率 8.7%，高於電子產品進口平均年增率 7.2%；此與快速全球化時期電子產品進口年增率 8.7%，明顯大於產出年增率 5.5%，形成對比（圖 18）。

圖 18 全球電子產品進口及產出年增率



資料來源：Monetary Authority of Singapore (2023), “Macroeconomic Review,”
MAS Macroeconomic Review, Volume XXII Issue 1, Apr.

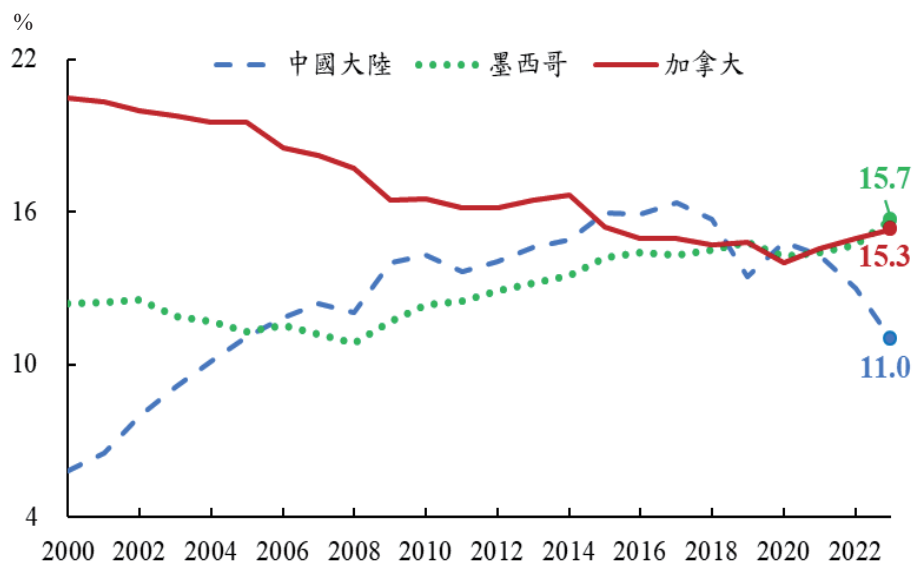
二、隨全球供應鏈重組，美中兩國的貿易依賴程度下降，美國與東協的貿易往來則升溫；惟美中的經濟連結，實遠較表面所見更加深厚^(註 65)

(一)對中國大陸去風險 (de-risking) 係當前美國對外政策的基石，美國欲以友岸外包減少與中國大陸間的貿易，藉供應鏈活動的大重配置 (great reallocation)，進而達成去風險；最新貿易數據表明，美國看似達成其政策目標。

—自 2021 年以來，墨西哥及加拿大分別超越中國大陸，成為美國前兩大貿易夥伴（墨、加兩國占美國對外貿易比重分別為 15.7% 及 15.3%）；至於中國大陸的占比，則由高點 16.3% 降至近來約 11.0%（圖 19）。

—此外，美國自越南、台灣、南韓、印度及泰國等國之進口比重則上升（圖 20）；此除表明全球貿易版圖正重組外，似亦隱含美國的對外政策有效。

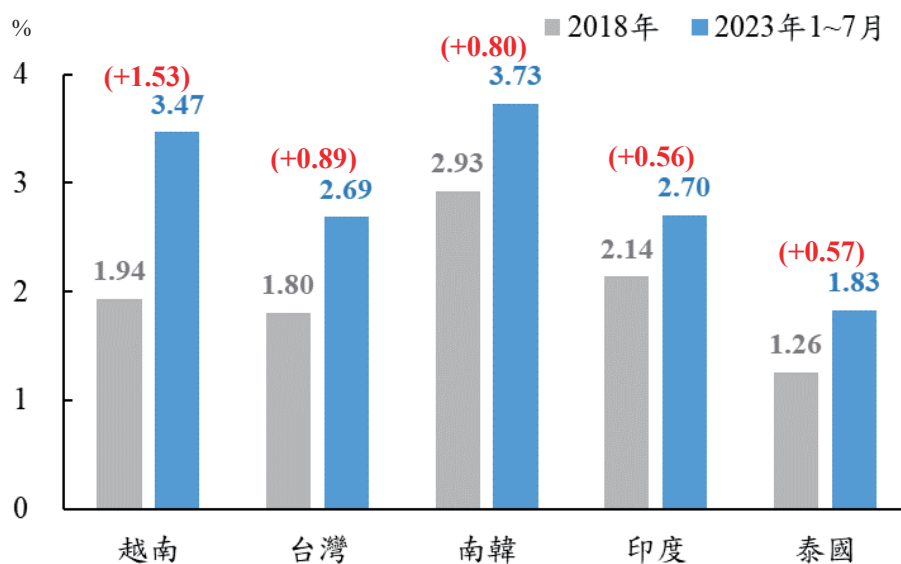
圖 19 主要貿易對手國占美國對外貿易比重



註：圖 18 係以年資料繪製，最新數據為 2023 年 1~7 月。

資料來源：U.S. Census Bureau

圖 20 美國自特定國家進口比重



資料來源：U.S. Census Bureau

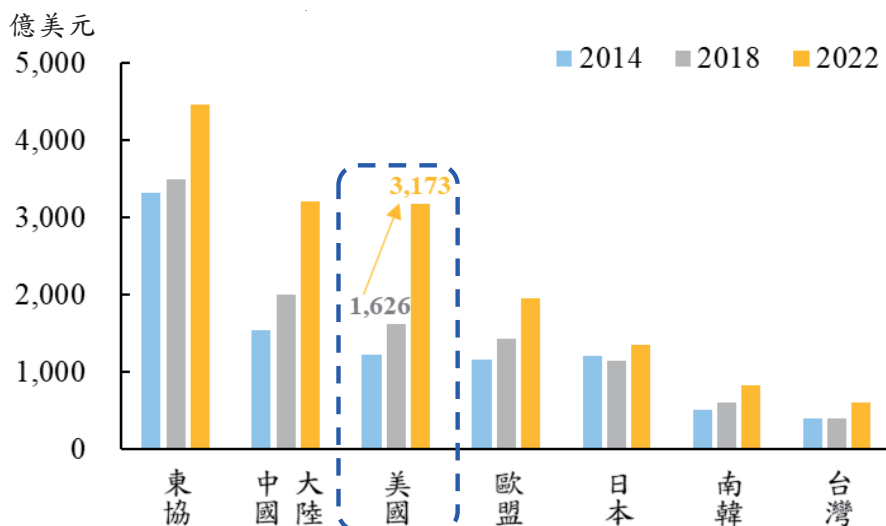
(二)實際上，美中貿易連結並未減少，而是以更複雜的形式存在；美國去風險措施的成效似不如表面所見，甚至產生副作用。

一美國希望藉友岸外包取代來自中國大陸的進口，但問題在於，美國的盟友與中國大陸間的貿易亦同時成長；數據顯示，2022 年東協對美國出口金額較 2018 年成長逾 9 成（圖 21），但同時東協自中國大陸進口金額亦成長近 6 成（圖 22）；這意味著，中國大陸商品只是被重新包裝，並輾轉經由第三國運往美國。

一美國的去風險措施，似反而促使美國的盟友與中國大陸的關係更加緊密，此凸顯小國不願在兩強相爭中選邊站。IMF 研究指出^(註 66)，若各國被迫在美中之間做選擇，且一國所屬陣營係根據其在聯合國會議上是否譴責俄羅斯入侵烏克蘭的投票而定^(註 67)，在此情況下，將導致全球 GDP 損失高達 4.6%，其中東南亞國家 GDP 損失亦達 2.9%。

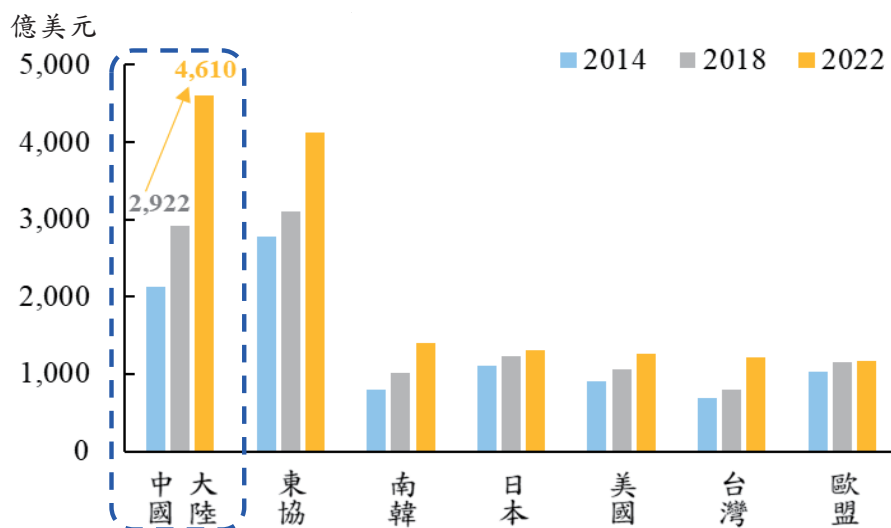
一此外，美國供應鏈的重配置，導致其進口價格上升；相關研究顯示^(註 68)，若中國大陸占美國進口份額下降 5 個百分點，將使美國自越南及墨西哥進口商品的單位價格分別上漲 9.8% 及 3.2%

圖 21 東協出口至主要國家的金額



資料來源：ITC Trade Map

圖 22 東協自主主要國家進口的金額



資料來源：ITC Trade Map

陸、結語與政策涵義

一、全球化快速發展雖帶來總體面經濟效益，惟忽略個體面的分配不均問題；許多國家已開始反思全球化高度發展對國內的不利影響，並採取回應措施

(一)雖然全球化有助於提升經濟效率、讓數億人口脫貧，並協助台灣、南韓等躍升為高所得國家，惟其快速發展亦帶來中低階技術勞工工作機會流失、貧富差距擴大等負面影響，在先進國家尤為明顯；因此，並非所有人都支持全球化。

(二)全球化的益處未被均等地分配，在全球化快速發展的過程中，先進國家的中低所得勞工往往感到被拋在後頭，從而加深彼等的不滿與反彈。全球安全考量及國內政治、經濟的訴求日增，已讓過去擁護自由貿易的大國轉而關注其他優先事項（例如保障關鍵物資供給無虞、提升國內就業市場表現等），此恐為新興市場及開發中國家帶來艱鉅挑戰^(註 69)。

- (三)鉅額補貼與保護主義升溫，正顛覆以往快速發展的自由貿易。在大國積極祭出產業政策、進行補貼競爭的新時代，較小型的經濟體，或較拮据的開發中經濟體，在提供補貼等方面無法與最大的經濟體匹敵，恐淪為輸家^(註 70)。

二、全球化有多種面貌，各國有權保護其制度性安排；在尊重多樣化的前提下，制定適當的全球規則，仍至關重要

- (一)全球化因時因地制宜，無絕對優劣之分。Palley 即指出，全球化有不同面貌，反映出各國不同的政治偏好；例如西方國家多追求新自由主義全球化，而中國大陸則崇尚社會主義（民主）全球化。
- (二)誠如 Rodrik 所言，全球化宜有限度、有智慧。一國無權將自身制度強加於他國，各國皆有權捍衛相關管理措施的完整性；惟此不意味著，國際規則應全然被揚棄；完全去中心化（decentralized）的自由放任，對所有人均無益處。
- (三)Rodrik 強調，全球體系的運作，仍須一套尊重多樣化、追求最低限制要求的全球規則（如布列敦森林制度），俾兼顧國際秩序的維持，並為一國保留適當的政策空間，此有助於為全球化尋求更穩固的基礎。

三、主要經濟體宜透過國際政策協調來制定基本規範，以因應新自由主義全球化可能引發的外部性與競相逐底等問題

- (一)新自由主義全球化恐帶來氣候變遷等重大外部性（major externalities）、形成競相逐底，且導致一國國內政策空間縮減，提高該國政府因應全球化及處理國內議題之難度，影響其政經穩定。美國國家安全顧問蘇利文（Jake Sullivan）即表示^(註 71)，由於產業供應鏈外移，加以市場未必總能高效率地分配資本、資源嚴重傾向金融業等部分產業，導致美國的重要產業基礎空心化；伴隨龐大的非市場經濟國家以極具威脅之姿加入國際經濟秩序，經濟整合未能使各國更加負責任且開放、亦未能促使全球秩序更為和平，

該等威脅將破壞民主所依賴的社會經濟基礎。

- (二)美國政府從過去力主鬆綁管制、倡議自由化的「華盛頓共識」，轉變為近期強調去風險、產業政策及政府介入的「新華盛頓共識」，凸顯新自由主義全球化所引發的問題，以及美國政經社會所面臨的深層矛盾，從而促使美國的經濟政策理念產生重大轉變。
- (三)儘管高度發展的新自由主義全球化帶來諸多問題，尤其新冠肺炎疫情、俄烏戰爭，更使該等問題複雜化；然而，全球經濟脫鉤或零碎化的成本可能相當高昂，跨國合作仍至關重要。面對當前挑戰，除基於國內利益考量制定適當的政策外，主要經濟體宜透過國際政策協調來制定全球化之基本規範，例如，多邊合作與共同標準有助加速綠色轉型、防止市場零碎化，且可極小化對其他國家的負面外溢效應^(註 72)。

四、金融全球化恐加速金融風險擴散，且大國貨幣政策透過全球金融循環對小型開放經濟體影響甚鉅，因此，妥適的金融監管與資本移動管理措施至關重要；另在全球化的經濟與金融體系中，央行亦須將外溢效應納入決策考量

- (一)伴隨金融全球化導致全球金融連結加深，資產價格及匯率變動在國際間擴散的效果增加，世界一隅的金融問題將蔓延他國；亞洲金融危機、全球金融危機及歐債危機等事件，即反映金融全球化導致金融風險迅速傳播，在全球引起廣泛的經濟金融動盪。為防止金融脆弱性累積與風險擴散，國際間與主要國家亦強化金融監管，並推動相關改革。
- (二)全球金融體系受制於資產價格、槓桿比率及資本移動的同步循環，亦即全球金融循環；大國貨幣政策透過跨境資本移動外溢至其他國家，影響他國的貨幣與信用情勢，小型開放經濟體面臨的衝擊尤鉅。鑑於此，國際間對資本移動管理的思維亦有轉變，例如 IMF 從早期大力反對外匯干預與資本管制，到近期認同其正當性，甚至允許採取先發制人的資本移動管理措施。
- (三)在全球化的經濟與金融體系中，貨幣政策決策者須考慮其他央行的行動。

全球貿易整合意味著，外國經濟與勞動市場情勢對國內價格的影響更大；此外，全球金融整合加速了全球金融情勢轉變所帶來的外溢效應^(註 73)。一國如何維持一定程度的資本自由移動，又能使貨幣政策對國內經濟產生影響力，就必須與資本移動管理、外匯市場調節、總體審慎政策等多項措施搭配運用，以確保經濟金融穩定與發展。

註釋

- 註 1：主要取材自 Stanley, Andrew (2023), “Globalization’s Peak,” *IMF Finance & Development*, Jun.; Rodrik, Dani (2011), *The Globalization Paradox: Why Global Markets, States, and Democracy Can’t Coexist*, Oxford University Press, Mar.；中央銀行 (2023), 「美元之國際地位:過去、現在及未來」, 央行理監事會後記者會參考資料, 6 月 15 日。
- 註 2：儘管一戰前若干國家曾採貿易保護主義，惟身為世界工業大國的英國，因製造業受益於自由貿易政策甚鉅，故未曾採行保護主義。英國歷史學家 Niall Ferguson 指出，19 世紀與 20 世紀初的大英帝國，在促進商品、資本與勞動力的自由移動方面，無人能出其右。
- 註 3：在此段期間，金本位制亦曾面臨壓力，例如 1870 年代因黃金短缺導致通縮，引發反抗金本位制的聲浪；惟因各國央行的立場堅定，加以 1886 年後在南非發現黃金，緩解黃金短缺的問題，從而使金本位制得以維持。
- 註 4：1914~1918 年第一次世界大戰期間，包括英國在內的各國政府於戰時中止黃金的可兌換性，並實施外匯管制；1924 年英國以戰前平價 (1 英鎊兌 4.87 美元) 回歸金本位制，惟英國經濟未能適應舊平價，無法重拾對外競爭力以矯正貿易失衡現象。儘管面對嚴峻的經濟情勢，英格蘭銀行 (BoE) 仍被迫維持高利率以避免黃金大量外流。最終，英國於 1931 年 9 月再度放棄金本位制。其後，美國亦於 1933 年放棄金本位制；迨至 1936 年，法國與所謂的金本位國家集團，亦跟進捨棄金本位制。
- 註 5：1989 年經濟學家 John Williamson 邀集拉丁美洲經濟決策者於華盛頓召開會議，當時在會上所形成的共識，主要係基於自由市場的原則，倡議民營化 (privatization)、利率自由化 (interest rate liberalization) 及貿易自由化 (trade liberalization) 等政策，外界稱之為「華盛頓共識」。

- 註 6：1994 年依據「馬拉喀什設立世界貿易組織協定」所制定的 WTO 規則，存在若干漏洞；伴隨環境轉變，若干規則恐已不合時宜。例如 WTO 規則係針對已存在的商品補貼進行管制，惟中國大陸對研發階段等所提供的補貼，則不受 WTO 規範限制。詳請參閱朱敬一、羅昌發、李柏青與林建志 (2023)，價值戰爭：極權中國與民主陣營的終極經濟衝突，衛城出版。
- 註 7：在 GATT 下，逃避貿易體制的司法裁決極為容易，惟在 WTO 的體制下則幾乎不可能。此外，在 GATT 下，爭端案件主要與關稅、配額有關；惟伴隨配額逐步取消、關稅陸續調降，WTO 主要著眼於打擊阻礙國際商務的交易成本，包括國家規範與標準的差異等，貿易爭端甚至已涉及先前不受外來壓力影響的國內領域，貿易政策與國內政策的界線逐漸消失。
- 註 8：美國前財政部長 Lawrence Summers 及諾貝爾經濟學獎得主 Paul Krugman 等，以長期停滯 (secular stagnation) 來描述全球金融危機後，需求疲弱、低利率、低成長、低通膨的經濟情勢。
- 註 9：過去幾年全球貿易限制措施大增，如 2022 年全球實施的貿易限制措施即高達 2,845 項。
- 註 10：全球金融危機後，國際經濟環境大幅惡化，使中國大陸以往依賴廉價勞動力的出口發展模式遇到巨大挑戰；此外，中國大陸高經濟成長背後帶來的資源損耗、環境污染、所得不均等各種不平衡問題越來越嚴重，且投資率偏高、國外需求疲軟、人口紅利消退、低成本優勢不再等，也阻礙中國大陸經濟的持續成長。詳李志強 (2018)，「中國大陸經濟發展策略、趨勢與挑戰」，展望與探索，第 16 卷第 5 期，5 月。
- 註 11：美國前總統川普執政時期，掀起美中第一波貿易衝突—關稅戰，美中雙方均向 WTO 提告，且均被裁定違規。2022 年 10 月，WTO 就美國對全球鋼鋁加徵關稅乙案，裁定美國違規；2023 年 8 月 16 日，WTO 公布專家小組裁定指出，中國大陸針對美國加徵鋼鋁進口關稅而採取的報復性措施，違反 WTO 規則。
- 註 12：Fofack, Hippolyte (2023), “Decolonizing Global Finance,” *Project Syndicate*, Feb. 10.
- 註 13：2016~2019 年，印尼、馬來西亞、菲律賓及泰國等國央行簽署 LCS 協議，允許銀行提供本幣直接交易、帳戶及對沖工具等服務。
- 註 14：有關主要國家對俄羅斯祭出經濟金融制裁的可能影響，以及美元國際地位的討論，請參閱中央銀行 (2022)，「俄烏戰爭對俄羅斯及全球經濟金融之可能影響：

兼論 1998 年俄羅斯金融危機」，央行理監事會後記者會參考資料，3 月 17 日；中央銀行 (2022)，「歐美 SWIFT 制裁對俄羅斯國際支付之影響」，央行理監事會後記者會參考資料，3 月 17 日；中央銀行 (2022)，「俄羅斯因應及反制國際經濟金融制裁之分析」，央行理監事會後記者會參考資料，6 月 16 日；中央銀行 (2023)，「俄烏戰爭周年：主要國家與俄羅斯相互制裁對全球經濟金融之影響」，央行理監事會後記者會參考資料，3 月 23 日；中央銀行 (2023)，「美元之國際地位：過去、現在及未來」，央行理監事會後記者會參考資料，6 月 15 日。

註 15：Cowen, Tyler (2023), “What De-Dollarization? The Dollar Rules the World,” *Bloomberg*, Apr. 13; Krugman, Paul (2023), “Wonking Out: International Money Madness Strikes Again,” *The New York Times*, Apr. 14.

註 16：Gourinchas, Pierre-Olivier (2022), “Shifting Geopolitical Tectonic Plates,” *IMF Finance & Development*, Jun.; Aiyar, Shekhar et al. (2023), “Geo-Economic Fragmentation and the Future of Multilateralism,” *IMF Staff Discussion Note*, Jan. 15.

註 17：.Global Times (2023), “Share of Yuan in Russia’s Forex Transactions Hits New High amid Closer Bilateral Cooperation,” *Global Times*, Aug. 10。此外，根據 SWIFT 統計，2023 年上半年俄羅斯使用人民幣支付金額為 2.3 兆美元，較戰前 2021 年同期之 0.2 兆美元成長 1,258.2%；其占有人民幣離岸市場支付總金額之比重由 2021 年全年之 0.2% 上升為 2.6%；俄羅斯於人民幣離岸市場支付業務量排名，由 2021 年第 17 名，躍升為第 5 名。

註 18：在新興市場國家方面，2022 年 6 月，印度以人民幣向俄羅斯購買原油及煤炭；2023 年 2 月，伊拉克與中國大陸貿易可採人民幣結算；2023 年 3 月，巴西與中國大陸進出口貿易可採本幣結算；2023 年 4 月，阿根廷向中國大陸進口可採人民幣結算，迨至 2023 年 6 月，阿根廷使用 IMF 特別提款權及人民幣向 IMF 償付 27 億美元到期外債；2023 年 5 月，玻利維亞與中國大陸貿易可採人民幣結算；2023 年 6 月，巴基斯坦以人民幣向俄羅斯進口原油。至於在已開發國家方面，2022 年 7 月，澳洲必和必拓公司集團 (BHP) 接受中國大陸企業以人民幣購買鐵礦砂；2023 年 3 月，法國道達爾能源集團 (Total Energies) 接受中國大陸企業以人民幣購買液化天然氣。

註 19：2023 年 1~7 月，人民幣於全球國際支付占比分別為 1.88%、2.16%、2.26%、2.29%、2.54%、2.77% 及 3.06%。

註 20：SWIFT (2023), *RMB Tracker August 2023*.

註 21：有關美元國際地位的進一步介紹，請參見中央銀行 (2023)，「美元之國際地位：過去、現在及未來」，央行理監事會後記者會參考資料，6 月 15 日。

註 22：有關全球化發展利弊的進一步介紹，請參閱中央銀行 (2016)，「全球化的發展、問題與未來挑戰」，央行理監事會後記者會參考資料，12 月 22 日。

註 23：產業間貿易係指，在一段時間內，一國同一產業部門商品只出口或只進口的現象；大多數的貿易屬此類型，其主要係奠基於比較利益的理論基礎。至於產業內貿易 (intra-industry trade) 則係指，一國出口又進口相同或類似商品；此類型貿易主要由消費者偏好、商品的價格及品質，以及全球供應鏈所驅動。

註 24：中國大陸於 2001 年加入 WTO 後逐漸成為世界工廠，其所生產之國內附加價值出口，由 1995 年的 1,066 億美元遽增至 2020 年的 20,787 億美元，可謂全球化的最大受益者。

註 25：一般認為，1990 年代起，除全球化快速發展有助壓低通膨率外，央行獨立性 (independence) 及通膨目標化 (inflation targeting) 機制的建立，亦有助維持通膨率低且穩定。

註 26：Schnabel, Isabel (2022), “Monetary Policy and the Great Volatility,” Speech at the 2022 Jackson Hole Economic Policy Symposium organised by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Aug. 27.

註 27：Cherif and Hasanov(2019) 指出，1960~2014 年間，在 182 個樣本經濟體中，只有 7 個經濟體成功躋升高所得國家，分別為亞洲四小龍 (香港、南韓、新加坡及台灣)、阿魯巴、赤道幾內亞及阿曼。詳請參閱 Cherif, Reda and Fuad Hasanov (2019), “All the Way to the Top: Industrial Policy, Innovation, and Sustained Growth,” *IMF Blog*, Nov. 13.

註 28：Loungani, Prakash (2016), “Rebel with A Cause,” *IMF Finance & Development*, Jun.

註 29：2016 年美國暢銷書《絕望者之歌》(Hillbilly Elegy)，敘述美國鐵鏽帶 (Rust Belt) 白人，因種種阻礙，勞動力無法自由流動，致始終無法脫離底層生活、陷入惡性循環的故事。

註 30：所得與財富分配不均提高的原因錯綜複雜；一般認為，全球化及技術進步為重要因素。

註 31：Christensen, Martin-Brehm, Christian Hallum, Alex Maitland, Quentin Parrinello and

Chiara Putaturo (2023), “Survival of the Richest: How We Must Tax the Super-rich Now to Fight Inequality,” *Oxfam Policy Paper*, Jan. 16.

- 註 32：希臘及愛爾蘭等國加入歐元區初期，因信評改善、利率下降，政府及民間易取得融資，致債務大幅成長，且該等國家在危機爆發前即存有財政紀律不佳或金融業過度發展等問題。
- 註 33：Rey, Hélène (2013), “Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence,” Paper presented at the Jackson Hole Symposium, Aug.
- 註 34：Habib, Maurizio M. and Fabrizio Venditti (2018), “The Global Financial Cycle: Implications for the Global Economy and the Euro Area,” *ECB Economic Bulletin*, Iss. 6.
- 註 35：此處透過 50 個經濟體 (26 個已開發經濟體與 24 個新興經濟體) 1990~2021 年 IMF 國際收支資料庫中之外人直接投資、股權證券投資、債權證券投資、其他投資項目以及股票指數報酬之季資料，計算兩兩經濟體相同項目之相關係數，再取其簡單算術平均數作為平均兩兩相關係數。詳請參見 Habib and Venditti (2018)。
- 註 36：Rey, Hélène (2013), “Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence,” Paper presented at the Jackson Hole Symposium, Aug.; Miranda-Agrippino, Silvia and Hélène Rey (2020), “U.S. Monetary Policy and the Global Financial Cycle,” *Review of Economic Studies*, Vol. 87, Iss. 6, pp. 2754-2776.
- 註 37：Subramanian, Arvind and Dani Rodrik (2019), “The Puzzling Lure of Financial Globalization,” *Project Syndicate*, Sep. 25。Rodrik 亦曾指出，國際資本大舉暴漲暴跌循環，不該視為是國際資本移動的串場情節 (sideshow)，也不該被視為是微不足道的小瑕疵，而是主軸故事 (mainstory)，詳 Ostry, Jonathan D., Prakash Loungani and Davide Furceri (2016), “Neoliberalism: Oversold?” *IMF Finance & Development*, Jun..
- 註 38：Ghosh, Atish, Jonathan Ostry and Mahvash Qureshi (2016), “When Do Capital Inflow Surges End in Tears?” *American Economic Review*, Vol. 106, No.5, May.
- 註 39：Kaminsky, Graciela and Carmen M. Reinhart (1999), “The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems,” *American Economic Review*, Vol. 89, No. 3, Jun.
- 註 40：Rodrik, Dani (2000), “How Far Will International Economic Integration Go?” *Journal*

of Economic Perspectives, Vol. 14, No. 1, pp. 177-186.

註 41：Bolotnikova, Marina N. (2019), “The Trilemma,” *Harvard Magazine*, Jul.-Aug.

註 42：Palley, Thomas I. (2017), “The Fallacy of the Globalization Trilemma: Reframing the Political Economy of Globalization and Implications for Democracy,” *FMM Working Paper*, No. 08, Hans-Böckler-Stiftung, Macroeconomic Policy Institute (IMK), Forum for Macroeconomics and Macroeconomic Policies (FFM), Düsseldorf.

註 43：競相逐底係指各國政府為吸引外資，常競相降低稅率、工資、勞動條件、環境保護標準，以減輕投資者的經濟負擔、極大化商業利潤；此舉將會侵蝕既有勞動市場與金融市場之規範，並損害公司治理與社會福利。

註 44：當中國大陸加入 WTO 時，主流觀點期望，中國大陸納入全球市場經濟後，可能會走向西方式民主。惟實際上，中國大陸維持其黨國資本主義，對外採取有限度的開放。此外，中國大陸對外投資，多屬由政府或黨基於政治導向的供給推動；此與其他國家對中國大陸的投資，多屬民營企業基於商業決策的需求拉動，有所不同。詳請參閱朱敬一、羅昌發、李柏青與林建志 (2023)，價值戰爭：極權中國與民主陣營的終極經濟衝突，衛城出版。

註 45：TPP 後更名為「跨太平洋夥伴全面進步協定」(Comprehensive and Progressive Agreement for Trans-Pacific Partnership, CPTPP)，改由日本主導。目前會員國包含日本、加拿大、澳洲、紐西蘭、新加坡、馬來西亞、越南、汶萊、墨西哥、智利、秘魯及英國等 12 國；台灣及中國大陸現已申請加入 CPTPP。

註 46：中央銀行 (2022)，「國際間對資本自由移動與浮動匯率效益的反思」，央行理監事會後記者會參考資料，6 月 16 日；中央銀行 (2016)，「國際間對資本移動自由化觀點的省思 — IMF 從誇大資本移動效益，到近期正視資本移動風險的重大轉變」，央行理監事會後記者會參考資料，6 月 30 日；Ostry, Jonathan D., Prakash Loungani and Davide Furceri (2016), “Neoliberalism: Oversold?” *IMF Finance & Development*, Jun.; IMF(2022), “Executive Board Concludes the Review of the Institutional View on the Liberalization and Management of Capital flows,” *IMF Press Release*, Mar. 30。

註 47：新冠肺炎疫情引發全球資本移動的急遽逆轉，對新興市場及開發中經濟體的影響加深；OECD 估計，2020 年 1 月中旬至 3 月中旬，從這些國家流出的資金約為 1,030 億美元。在各國設法從疫情中恢復與重建的情況下，資本管制如何作為一國促進

金融穩定之有效工具的討論，再次受到關注。

註 48：Rogers, Halsey F. (2010), “The Global Financial Crisis and Development Thinking,” *World Bank Policy Research Working Paper*, Jun.

註 49：. 有關 2008 年全球金融危機相關議題之探討，請參見中央銀行 (2009)，全球金融危機專輯，12 月；至於全球金融危機後甚受世人推崇，由已故經濟學家明斯基 (Hyman P. Minsky) 所提出的「金融不穩定假說」(Financial Instability Hypothesis)，請參見中央銀行 (2010)，全球金融危機專輯 (增訂版)，3 月。

註 50：Lagarde, Christine (2018), “Ten Years After Lehman—Lessons Learned and Challenges Ahead,” IMF Blog, Sep. 5.

註 51：Andrews, Edmund (2008), “Greenspan Concedes Error on Regulation,” *The New York Times*, Oct. 23; Bernanke, Ben (2015), *The Courage To Act: A Memoir of A Crisis and its Aftermath*, W.W. Norton & Company, Oct.

註 52：詳請參見中央銀行 (2011)，金融穩定報告，第 5 期，5 月。

註 53：過去店頭衍生性商品採個別交易與個別結算，衍生高槓桿、交易人間關係複雜、資訊不透明及過度集中於少數金融機構等問題，是次貸危機擴散引發全球金融危機的原因之一。

註 54：FSB 前身為金融穩定論壇 (Financial Stability Forum, FSF)，係 1999 年依據 G7 財長與央行總裁會議決議成立，旨在促進會員央行及金融監理機關之討論與協調合作。

註 55：FSOC 由 Fed、通貨監理局 (OCC)、存保公司、證券管理委員會 (SEC)、商品期貨交易委員會 (CFTC)、聯邦住宅金融局 (FHFA)、全國信合社管理局 (NCUA) 及消費者金融保護局等 8 個監理機關首長組成。

註 56：例如限制銀行以自有資本從事投機交易及與客戶無關之自營交易，亦即伏克爾法則 (Volker Rule)，以及聯邦監理機關有權接管及分拆對金融穩定構成廣泛威脅之問題金融機構。

註 57：FSA 已於 2013 年裁撤。

註 58：2017 年 BoE 進一步設立審慎監理委員會 (Prudential Regulation Committee, PRC)，負責個體審慎監理決策及督導 PRA 業務。

註 59：ESFS 分別就銀行、保險及證券業成立歐洲銀行監理機關 (European Banking Authority, EBA)、歐洲保險與職業年金監理機關 (European Insurance and

Occupational Pensions Authority, EIOPA) 及歐洲證券與市場監理機關 (European Securities and Markets Authority, ESMA)。

註 60：伴隨全球化發展步調調整，有關我國廠商在全球生產布局與相關資金流向的變化，以及我國銀行業因應該等轉變所進行的相關調整等，請參閱楊金龍 (2023)，「全球化最新發展與台灣因應之道」，於政治大學經濟學系與國際金融學院共同舉辦「2023 年國際經濟與金融趨勢論壇」專題演講，7 月 29 日。

註 61：2001 年中國大陸加入 WTO 後，曾高度吸引全球 FDI，與供應鏈上下游進行跨國產業專業分工。

註 62：近年中國大陸生產成本優勢下滑、環保法規趨嚴，2018 年起，美中爭端加劇，2021 年推動「產業監管」、「共同富裕」等政策，以及 2022 年施行嚴格防疫封控措施，經營環境惡化。

註 63：策略產業包括塑化及合成橡膠製造、電池及蓄電池製造、焦爐產品製造、消費電子產品製造、家用電器製造、電子元件及電路板製造、一般機械製造、測量測試導航及控制設備製造、鐘錶、機動車輛製造、其他非金屬礦物產品製造、藥品藥用化學品及植物產品製造、有色金屬礦開採、石油及天然氣開採輔助活動等。

註 64：聯合國世界投資報告 (WIR) 將 FDI 投資模式主要區分為跨國併購 (M&A) 及新設投資；其中，新設投資係指跨國公司等投資實體在地主國境內依照地主國法律設置的企業，由外國投資者持有該企業之部分或全部資產的所有權。跨國併購及新設投資的資料，分別來自 Refinitiv 及 Financial Times 旗下 fDi Markets 資料庫。

註 65：The Economist (2023), “How America Is Failing to Break up with China,” *The Economist*, Aug. 8; The Economist (2023), “Joe Biden’s China Strategy Is Not Working,” *The Economist*, Aug. 10; Alfaro, Laura and Davin Chor (2023), “Global Supply Chains: The Looming ‘Great Reallocation’,” Paper prepared for the annual Economic Policy Symposium “Structural Shifts in the Global Economy” organized by Federal Reserve Bank of Kansas City in Jackson Hole, Aug. 26.

註 66：Javorcik, Beata S., Lucas Kitzmuller and Helena Schweiger (2023), “Economic Costs of Friend-Shoring,” IMF Fragmentation Conference, May。不同零碎化情境下，低所得國家所受影響不一；在不同假設條件下，全球 GDP 損失亦差異甚鉅。

註 67：2022 年 3 月 2 日，在聯合國大會第 11 屆緊急特別會議上，進行聯合國大會第 ES-11/1 號決議草案的表決，該草案譴責俄羅斯侵略烏克蘭，要求俄羅斯須全面

自烏克蘭撤軍，並撤銷對頓涅茨克人民共和國與盧甘斯克人民共和國的承認。投票支持該決議草案的國家 (141 個) 視為加入美國陣營；否決 (5 個)、棄權 (35 個) 及缺席表決 (12 個) 則被視為加入俄羅斯陣營。

註 68：Alfaro, Laura and Davin Chor (2023), “Global Supply Chains: The Looming ‘Great Reallocation’,” Paper prepared for the annual Economic Policy Symposium “Structural Shifts in the Global Economy” organized by Federal Reserve Bank of Kansas City in Jackson Hole, Aug. 26.

註 69：Woods, Ngaire (2023), “Superpowers Are Forsaking Free Trade,” *IMF Finance & Development*, Jun.

註 70：Ballard, Ed, Jason Douglas and Jon Emont (2023), “The Economic Losers in the New World Order,” *The Wall Street Journal*, Aug. 14; Irwin, Douglas (2023), “The Return of Industrial Policy,” *IMF Finance & Development*, Jun.

註 71：Sullivan, Jake (2023), “Remarks by National Security Advisor Jake Sullivan on Renewing American Economic Leadership at the Brookings Institution,” The White House Speeches and Remarks, Apr. 27; Brookings Institution (2023), “The Biden Administration’s International Economic Agenda: A Conversation with National Security Advisor Jake Sullivan,” Brookings Institution, Apr. 27.

註 72：Georgieva, Kristalina and Ngozi Okonjo-Iweala (2023), “World Trade Can Still Drive Prosperity,” *IMF Finance & Development*, Jun.

註 73：Obstfeld, Maurice and Haonan Zhou (2022), “The Global Dollar Cycle,” Prepared for the Brookings Papers on Economic Activity Fall 2022 conference, Brookings Institution, Sep. 7.