

# 實證國際金融研究之展望、經驗與建議

吳致寧\*

科技部人文及社會科學研究發展司為慶祝《人文與社會科學簡訊》創刊 20 週年，邀請不同學門學者撰寫有關社會科學研究展望、經驗與建議之文章，以共襄盛舉。對此邀請我除受寵若驚外更深感惶恐，經濟學門中有許多先進比我更適合也更有資格來撰寫此文，人文司此舉應是藉我來拋磚引玉，冀望有更多學者陸續分享其看法與經驗。為此我不揣贅陋，針對實證國際金融研究提供個人經驗與建議，供年輕學者及學術先進參考、指正。

實證國際金融研究內容廣泛，主要研究方向圍繞在 Obstfeld and Rogoff (2001) 所提出之國際總體經濟六大迷思上。首先為匯率分離迷思 (the exchange-rate disconnect puzzle)，探討為何名目匯率之短期波動劇烈，致使其與經濟機要間之關聯性薄弱，此在實證上之體現為匯率結構模型對名目匯率之短期預測能力遠遜於隨機游走模型 (Meese and Rogoff, 1983)。其次為購買力平價迷思 (the purchasing-power-parity puzzle)。購買力平價指出兩國間之名目匯率應等於兩國價格水準之比率，其反映兩國價格與匯率間之均衡關係。傳統在解釋實質匯率之持續性上大都藉助於工資與物價之緩慢調整。Rogoff (1995) 指出以現今資訊透明及資訊科技發達的程度而言，價格由失衡調向均衡的半衰期 (half-life) 應在 1-2 年內。然在實質匯率實證研究中，一般實證結果卻大致指出實質匯率具高度持續性且其半衰期為 3-5 年，此為購買力平價迷思。第三為 Feldstein and Horioka 迷思 (the Feldstein-Horioka puzzle)。若國際資本市場之整合程度低，則資金在國際間之移動性低，此時就如同在封閉經濟下，各國儲蓄與投資間有較高之相關性；反之若資金可在國際間自由移動，則國內儲蓄與國內投資間之相關性應會大幅下降。Feldstein and Horioka (1980) 透過研究國內儲蓄與投資間的關係來探討國際間之資本移動程度，其實證結果卻指出資本移動程度在經濟發展程度較高的已開發國家中較低，此為 Feldstein and Horioka 迷思。

第四為商品貿易之本國偏好迷思 (the home-bias-in-trade puzzle)，探討為何

\* 國立中山大學經濟研究所講座教授

本國消費者偏好消費本國商品。相關實證研究發現，控制了影響貿易之相關因素後，一國之國內間貿易遠高於其國際間貿易 (McCallum, 1995)。第五為本國資產投資偏好迷思 (the home-bias portfolio puzzle)。在資本移動程度越高，國際投資日益開放的同時，跨國投資者理應充分利用國際資產市場來分散其所面對的風險。然 French and Poterba (1991) 卻發現即使國外投資有利資產配置績效，多數國家之投資者及法人，仍偏好持有本國資產，此稱為本國資產投資偏好迷思。最後為名目匯率制度中立性迷思 (the neutrality-of-exchange-rate-regime puzzle)。Baxter and Stockman (1988) 發現當匯率制度由固定匯率制度轉換為浮動匯率制度後，總體經濟基本面變數或貿易流量波動並未明顯增加，然名目與實質匯率波動卻明顯增加，此顯示貨幣學派模型無法成功解釋匯率波動，也觸動了匯率制度是否具中立性之討論，同時亦引發匯率制度改變是否影響實質匯率，通貨膨脹率及經常帳等變數持續性之討論。

未拋補利率平價迷思 (uncovered interest parity, UIP, puzzle) 顯示當一國名目利率高於其他國家名目利率，該國短期資產之超額報酬亦較高。典型之匯率決定模型假設 UIP 成立，此類模型隱含匯率具超額波動，亦即匯率之波動較 UIP 基本面變數所隱含之匯率波動為高。Engel (2016) 指出文獻上現存解釋 UIP 迷思之模型，無法同時解釋匯率之超額波動，這是一新迷思。因此未來如何論辯或解釋 Engel 所提出之新迷思，將是國際金融研究上之熱門議題。此外過去 20 年中金融危機頻傳，與之相關的理論與實證議題受到廣泛的重視，這一方面之研究亦將持續受到重視。

在 27 年教學與研究生涯中，我的研究主要圍繞在購買力平價迷思，匯率分離迷思及名目匯率制度中立性迷思等議題上。研究過程大致為先於相關議題中提出研究問題，再經由實證分析回答所提出之問題，最後比較、說明其與相關文獻之差異。舉例而言，在購買力平價迷思議題上，我先後回答下列問題：(1) 在追蹤資料中控制資料之序列相關及同期相關性是否影響長期購買力平價成立之假說？(2) 如何在多元因素結構模型中建構允許擾項間具同期相關及模型確定性成分具平滑調整之追蹤資料單根檢定？此一檢定是否影響長期購買力平價成立之假說？(3) 考慮實質匯率非線性調整特性後，購買力平價迷思是否依然成立？(4) Imbs et al. (2005) 所提出之加總偏誤 (Aggregation bias) 是否為實質匯率持續性偏高之主要原因？(5) 購買力平價偏離之調整中，名目匯率與價格調整所扮演的角色是否相同？如何修正傳統之局部投射法 (Local projection)，使之能成為探討前述議題之合適分析工具？(6) 如何利用相對價格來量化消費者市場之市場分隔程度？影響市場分隔程度之因素為何？

在匯率分離迷思議題上，我先後探討下列問題：(1) 實質匯率、實質利差及累積經常帳間是否具長期均衡關係？此三變數之誤差校正模型在實質匯率之短期預測上是否顯著優於隨機游走模型？(2) 以貨幣學派模型建構之非線性誤差修正模型在短期名目匯率預測上是否較隨機游走模型為佳？(3) 於平滑轉換自迴歸模型中引進 Harrod-Balassa-Samuelson 效果，是否能改善模型在短期名目匯率樣本外預測的表現？(4) 萃取名目匯率變動之三階動差訊息是否有助於解釋名目匯率動態及改善模型在名目匯率樣本外預測的表現？

最後，在匯率制度中立性迷思議題上，我先後研究下列問題：(1) Friedman (1953) 認為實質匯率在浮動匯率制度下有較快調整速度之觀點是否有實證上支持？實證結果是否能呼應 Mussa (1986) 有關浮動匯率制度下之匯率波動高於其在固定匯率制度下的發現？(2) 為何浮動匯率制度下之實質匯率持續性較其在固定匯率制度下為高？此一現象是否與匯率同時扮演調整機制與干擾來源之角色有關？上述之研究先後發表於 *Review of Economics and Statistics*, *Journal of Monetary Economics*, *Journal of Money Credit and Banking*, *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, *Journal of International Money and Finance*, *Canadian Journal of Economics* 及 *Southern Economic Journal*.

研究是一條無止境的學習路，過程中有著千頭萬緒之徬徨與無力、挑燈夜戰之孤獨與疲累、被刻薄批判之心酸與沮喪，然亦穿插著審查人的肯定與收割成果的短暫喜悅。由於無過人才智，我只能要求自己比常人有更多的努力與付出，此外不論處境如何，我始終相信，當上帝為我關上一扇門時，亦將同時為我開啟一扇窗。因此每當研究遇到瓶頸，我就透過廣泛閱讀文獻與持續運動來沉澱心情，以積極準備及持續努力來把握稍縱即逝的靈感。幸運的是在教學與研究生涯中，陸續有中正大學經濟系之碩、博士研究生接受我的指導進而與我在研究上相互鼓勵，共同努力，而我的研究成果絕大部分是與指導生共同完成。2006-2007 年，我在科技部及傅爾布萊特基金會支助下，赴 UC Davis 訪問與進修，期間結識 Paul Bergin 教授，其研究專長與我相近且為人親和，因之得以經常向他請益進而共同進行合作研究，這對我近幾年研究品質提升之助益頗大。對我而言，研究如同登山，充滿挑戰與歡笑，重要的是能以享受孤獨與挫折之心態堅定前行，欣賞沿途風光。

## 參考文獻

- Baxter, M. and A. Stockman. (1989). Business Cycles and the Exchange Rate Regime: Some international Evidence. *Journal of Monetary Economics* 23, 377-400.
- Dornbusch, R. (1976). Expectations and Exchange Rate Dynamics.” *Journal of Political Economy* 84,, 1161-76.
- Engel, C. (2016). Exchange Rates, Interest Rates, and the Risk Premium. *American Economic Review* 106, 436-74.
- Feldstein, M.; C. Horioka. (1980). Domestic Saving and International Capital Flows. *Economic Journal*, 90, 314-329.
- French, K., J. Poterba. (1991). Investor Diversification and International Equity Markets. *American Economic Review* 81, 222-226.
- Friedman, M., (1953). *Essays in Positive Economics*. University of Chicago Press, Chicago.
- Imbs, J. M., H. Mumtaz, M. O. Raven, and H. Rey. (2005). PPP Strikes Back: Aggregation and the Real Exchange Rate. *Quarterly Journal of Economics* 120:1, 1-43.
- McCallum, J. (1995). National Borders Matter: Canada-U.S. Regional Trade Patterns. *The American Economic Review* 85, 615-623.
- Mussa, M. (1986). Nominal Exchange Rate Regimes and the Behavior of Real Exchange Rates: Evidence and Implications. *Carnegie-Rochester Conf. Ser. Public Policy* 25,117-214.
- Meese, R. and K. Rogoff. (1983). Empirical Exchange Rate Models of the Seventies: Do they Fit Out of Sample? *Journal of International Economics* 14, 3-24.
- Obstfeld, M., K. Rogoff. (2001). The Six Major Puzzles in International Macroeconomics: Is There a Common Cause? *NBER Macroeconomics Annual* 2000, Vol. 15, 339-412.
- Rogoff, K., (1996). The Purchasing Power Parity Puzzle. *Journal of Economic Literature*. 34, 647-668.