



許德敏／特約攝影

獨家專訪》美國復甦再等四、五年 歐洲還要二十年

羅格夫： QE 3可能是最後的高峰

曾任國際貨幣基金（IMF）首席經濟學家的哈佛大學教授羅格夫（Kenneth Rogoff），是研究金融危機的知名專家。他在哈佛大學接受《財訊》專訪，對QE 3效應、美國經濟復甦和歐債前景都提出相當具體的評估，並對台灣央行總裁彭淮南的匯率難題有清楚的分析及看法。

文／田習如

《財訊》專欄作家羅格夫是哈佛大學當紅的經濟學者之一，他曾與聯準會（Fed）主席柏南克同期在普林斯頓大學任教，辦公室就在隔壁的兩人當年常討論量化寬鬆議題，因此對柏南克的策略別有觀察。

經濟學界「棋王」 投資績效佳，重押開發中市場

羅格夫是經濟學界的奇葩——他在國際西洋棋界和經濟學界同樣有名，十四歲時就成為美國西洋棋國家級大師，二十五歲更被封為「特級大師」（Grandmaster），但原本為了下棋較學的羅格夫，後來在經濟學的世界裡找到另一片天空。

他在經濟學界「一鳴驚人」之舉，是二〇〇二年擔任國際貨幣基金（IMF）的經濟顧問暨研究主任（相當於首席經濟學家）時，對如日中天的諾貝爾經濟學家史迪格里茲（Stiglitz）暢銷著作《全球化的許諾與失落》，撰寫公開信

嗆聲，反駁該書對IMF的批評，更直指史迪格里茲欠缺學術查證、道聽塗說之處。

不過私下的羅格夫是非常斯文、甚至有點害羞的學者，他和兒子都是「哈佛小子」林書豪的球迷，還曾撰文分析林書豪現象的運動經濟學。在《財訊》專訪中，羅格夫透露

自己的理財情形，他說因為不是專職投資者，所以試著讓投資組合分散、多元，會買指數基金、大型多元基金，並且有較大的部位是投資在開發中國家，有些已持有超過二十年了。

〇八年危機前幾個月，羅格夫恰巧因為太太想要在紐約買房子而賣掉了大量的股票，僥倖逃過一劫，後來兩夫妻因忙碌而未及找房子，羅格夫便把多數資金重新投回股市，如今還後悔沒有更快把錢投回股市。他坦承在一個成長低、又必須擔心日後通膨的世界，做投資非常困難，尤其是目前前六、七十歲的高齡、退休人士，要讓積蓄能有固定收益又保值，更是難上加難。

八月底羅格夫在紐約的米其林三星餐廳Per Se，與當今世界棋王卡森（Magnus Carlsen）舉行了一場公益賽，羅格夫說他其實已經三十年沒下棋了，不過那場比賽他竟與卡森打成平手，讓羅格夫最近又成為棋界和經濟學界的新聞焦點。

羅格夫在《財訊》專訪中直言批評歐洲國家處理歐債危機的做法，指出那可能使歐洲出現二十年的零成長；他認為美國經濟再過四、五年就會比較正常，而如今的QE3（第三輪量化寬鬆）會有一點效果，Fed在選後可能會再跨一步，屆時美國股市可能還有一波行情。以下是專訪紀要。

QE3成效？ 會有效果，難解決所有問題

問：你認為QE3能夠有什麼成就？為何Fed在實施QE1和QE2之後仍無法改善就業與消費？

答：美國的就業和消費無

法因兩輪量化寬鬆而改善，主要原因很簡單——這是一個非常嚴重的金融危機。我不認為Fed有任何神奇魔棒，可以揮舞一下就讓經濟突然重新成長。史上的歷次金融危機後，每個人都想讓經濟快速恢復，但沒人真的成功過。

我在大學教量化寬鬆課程幾乎二十年了，事實上我在普林斯頓大學時的辦公室就在柏南克的隔壁，當時我們經常討論量化寬鬆。如果你注意文獻，量化寬鬆的正常做法是開放式的（不設定金額或期間）、有清楚的目標，通常是與通膨

羅格夫 Kenneth Rogoff

- 出生 1953年
- 學歷 美國耶魯大學學士、麻省理工學院經濟學博士
- 經歷 IMF首席經濟學家、普林斯頓大學教授
- 現職 哈佛大學教授
- 特長 25歲起成為美國西洋棋「特級大師」

連結。這麼做的原因之一是過去量化寬鬆的經驗值非常低，所以當你不知道這個工具的效果時，會試著將它與特定的目標連結，然後邊做邊看效果如何。

然而Fed之前並未這麼做，他們（在QE2時）說要花六千億美元，還說只要開始看到通膨，Fed就縮手。但事實上，QE的成功是奠基在提升了人們的通膨預期，所以當Fed告訴人們，它將踮著腳尖走，看到一點通膨便會停下來，那就不會成功。大部分的學界人士都認為，那正是日

本銀行過去推出量化寬鬆會失敗的原因。

所以這次的新方法——QE3，是Fed第一次開始做得像是教科書上的QE，開放式而帶有清楚的目標。現在我希望柏南克會進一步說：「我願意忍受高一點、持續一段時間的通膨。」美國正進入總統選舉的政治敏感期間，所以Fed已經做了他們能夠做的事，我認為這次會有一點效果，但QE3將不會解決所有的問題。我想Fed還需要踏出一大步，清楚說明他們對QE3期望的目標是較高的通膨，或

高一點的名目GDP。我認為他們終究會這麼做，但不會在選舉前。

撒錢救經濟？ 勿低估高負債風險

問：柏南克一直強調財政政策的重要性，然而在政府高負債下，財政方面似乎也無計可施。政府還有什麼招數來救經濟嗎？

答：我不同意需要更多赤字論的論點，但我認為可以改善財政政策的內涵。最具體的提議是參議員辛普森與波爾在二〇一〇年為歐巴馬提出的報告（編按：通稱為Simpson and Bowles），那是一個非常好的報告，但是歐巴馬執行得很慢，而共和黨副總統候選人萊恩則提出了一個明顯是要終結它的計畫。我認為萊恩是錯誤的。Simpson and Bowles的精華是保持低稅率，但免去扣除額，所以政府能保持一定的收入，又能讓核心事務運作。

其次，公共建設方面的投

資還有很多空間，特別是在美國和英國。我不把它當作凱因斯的刺激方案，而是供應面的刺激方案。美國的許多基礎建設是在一九五〇年代建造，道路、橋梁、鐵軌都很老舊，這很令人臉紅。如果政府增加赤字，目的是為了有用的基礎建設投資計畫，以合理的成本換取高回報，那是好主意。但像凱因斯式的挖水溝再填起來（為了花錢而花錢），就不是好主意。我不認為有空間來做盲目的財政刺激，像是克魯曼、桑默斯的那種方式，我絕不同意，他們低估了高負債的危險。

問：你在《這次不一樣》書中提出，嚴重金融危機的後遺症有三種特徵——失業率會持續提高五年、房價會持續下跌六年、股價跌幅平均會高達五六%並持續三年半。但這次危機到目前為止，失業率與房價表現符合你書中的分析，而股市卻不同，原因為何？

答：房價和失業率確實追隨著過去金融危機後的發展軌跡，其實標普五百和其他主要

或高一點的名目GDP。





許德敏／特約攝影



我想聯準會還需要踏出一大步， 清楚說明他們對QE3期望的目標是較高的通膨，

指數股價的跌幅也和過去金融危機時差不多，平均跌幅五五%（經過通膨調整），但股市開始回升的時間比過去更快。

我和該書的共同作者瑞恩哈特也發現，金融危機後多數股市在三年後的表現超越危機開始時，它們走跌後也會創新高，美國股市現在已回到金融危機開始前的水平，所以雖然這次美股復甦得更快，但仍是非常典型的現象。

可能的原因是，股市更為向前看，投資人明白危機不會永遠持續，買一家公司的股票是看中它能夠經營四十年。而且金融危機中的典型情況是利率會下跌很多，其他投資工具的回報低，因此並不是人們喜歡股市，而是他們總得把錢放在某個地方。

美股怎麼走？ 未來十年難提供高報酬

問：是否因為QE帶來了熱錢而推升股市？

答：QE無疑對股市有影

響，它使得公債的前景更差，如果你想買三十年期公債，你應該對通膨感到非常不安，可能在十年內利率飆高就玩完了，所以當然QE會讓人們緊張，而將資金推向所有風險性資產。這是QE的目的，它的計畫就是試著嚇人來達到成功。

問：你預期美股將會很快修正嗎？

答：我對預測股市很遲疑，但我看不出股市能在未來十年提供高報酬，美國和歐洲的經濟成長將會長時間維持平庸，在那樣的環境下很難看到股市能夠持續向上。QE3有可能是最後的大高峰，事情總是這樣發生，但我不認為你應該期待從目前已開發經濟體的任何投資當中獲得高回報，包括股市。我不認為股市好景會持續，不過那是較長一段時間後的事了。我剛才提到QE還有一步路該走，當Fed這樣做時股市可能還有一波。

問：美國經濟還要多久才能回復到危機前的水平？

答：如果你說的是回到○

七年的危機前，那可能要很長時間，因為我認為危機前的狀態，包括就業率都是泡沫；但是要回到例如二〇〇〇年的情況，我想有相當機會在四、五年內，也許在一六年前就會看到比較正常的經濟表現。我們不會突然出現超級大榮景，但經濟會變得更正常；不過Fed說將會維持零利率直到一五年，這是很重的話，所以他們不認為經濟會很快恢復。我會猜四、五年後，也就是危機發生八、九年後，我們就會感到經濟恢復得比較正常了。

問：那麼全世界的需求將會從哪裡來？

答：現在開發中國家確實無力把我們帶回去，但漸漸的美國和歐洲會自我復原到某個程度。我不是說將會出現巨大的全球成長，而是比較正常，

也許（美國）失業率會到六%或六·五%之類的，除非有另一個泡沫出現，否則我不認為會到五%；歐洲的復甦會更久，我目前還沒看到歐洲危機的終局，但它總會出現。

歐元區未來？ 有人會倒債，有的會退出

問：在德國憲法法庭確認歐洲穩定機制（ESM）不違憲後，歐債危機是否就過關了？

答：我認為絕對沒有，我們進入歐債危機的另一個階段，德國「在籃框下開後門」（籃球術語，指德國透過歐盟提供金援），容許歐元區的邊緣國家花他們的錢，讓義大利、歐洲央行拿德國的錢去買義大利國債、西班牙國債，而德國在歐洲央行的投票權卻和馬爾它

（歐洲小國）一樣，這並不均衡，在政治上難以持續。

我認為解決歐洲問題的唯方法，就是巨大的債務解除，但這件事現在根本還無法搬上台面。我想希臘需要被再度解除一半的債務，西班牙甚至愛爾蘭的國債也都需要被勾銷。當然也有些方案的功能類似，例如重新融資給他們超過七年，只要一%利息，如同世界銀行紓困的作法。除非看到政治上的聯盟，否則我看不到歐洲危機的終局。他們離這一步還非常遠，而且當歐洲很明顯的不願這麼做時，過去幾星期我們所看到的進步將會開始遲滯。

歐洲央行本來應該是一個銀行聯盟，作為歐洲所有銀行債務的保證，但德國人對此狂吠；而理論上應該強有力的財政（摺節）措施，西班牙、法國、義大利都不願意接受，所以實際上歐洲只想做容易的事情。歐洲央行說他們會買下一切，這很好，但無法解決問題，歐洲需要建立一個政治聯

盟，才擁有政治上的正當性。

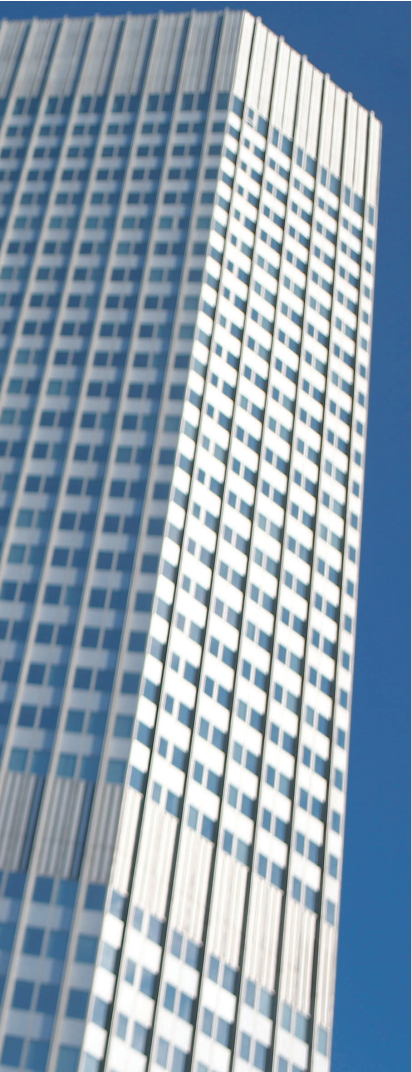
我認為歐洲最糟糕的情況還沒來，他們雖然提出了保證，但我不認為德國願意為西班牙和義大利付出像當年對東德一樣多的錢。如果只維持目前提出的救援計畫，我預期歐洲（整體）可能會有二十年的零成長。

問：你所謂的政治聯盟，是比財政聯盟更緊密的模式嗎？

答：是的，一個歐洲總加拿大那樣，但是歐洲需要一個強壯的中央政府、擁有顯著的課稅權力或完全的金融管制權力，法國總統變成像是加州州長……，我認為這樣問題才能解決。

問：你想這可能嗎？

答：有可能，但不是所有的國家都會加入，邊緣國家像希臘、葡萄牙、塞浦路斯等等需要加入，也許暫時性的以二十年或三十年為期。我想歐洲人也了解到，希臘等出問題的人國家終將不可持續，但他們仍因為巨大的政治問題而無法下





連志

羅格夫認為，歐洲唯有成立政治聯盟才能讓歐債危機出現終局

定決心。

問：你認為現在希臘退出歐元區還會是個威脅嗎？

答：希臘絕對有很大的可能會退出歐元區，但那將是很長的過程，到了某個時點歐洲

最終將停止提供希臘金錢，希臘將會以不合作的方式倒債，但那時還不至於把它拉出歐元區；他們也可以可能會對希臘實施資本管制，使得希臘表面上留下來，卻又不在歐元區的

運作內，因為貨幣進出希臘時會有資本管制。台灣、法國、義大利和美國都經歷過這種情況，而且有的持續很久，到最後希臘就可能終於退出。因為資本管制時期會很難熬，這可能要好幾年。

真正的問題是歐洲到何時才能承認，他們無法再繼續金援希臘、西班牙。我預期十年內，現在的歐元區內會有國家退出。不過就算退出也不會有很大衝擊，因為中間的過程，例如倒債、資本管制、邊緣化……雖然都不會讓人開心，但也不會在一夜之間發生。

新台幣匯率？ 適度升值，並考量競爭者

問：台灣面臨一個金融上的難題，即究竟該讓匯率貶值以促進出口——如同南韓的做法，還是讓匯率自然升值，以增加國民資產價值？

答：首先，要自外於鄰近國家的做法是非常困難的。我認為如果亞洲國家、發展中國

家能夠讓匯率升值一點，世界體系會健康得多，亞洲國家在出口方面會有損失，但也從消費端獲益，這樣比較健康；但另一方面，如果只有你自己這麼做，在亞洲國家之中你的損失就會反而更大，因為你有出口競爭者。

你不會想要很多通膨，如果維持低利率，就必須擔心通膨，透過資金融管多少可以掌控通膨。所以管制不是那麼壞，可以保護你對抗金融危機，但必須要很小心，因為錢在金融體系中是有效率率的在流動。我們比較容易要求中國應該讓匯率更浮動，但對於比較小的、被拉進美國或中國軌道的經濟體，就比較難去說要自動升值、別管鄰國（例如南韓），這不是容易的決定。

必須記得，長期而言，資金融管制比貨幣政策更具功能，因為貨幣政策無法使利率保持低點而又不造成通膨，除非有重大的資金融管制來防止通膨。一般而言，漸進的放鬆資金融管制是比較好的主意。