

檢視央行對台灣低利率之解釋

郭同學·陳同學·陳同學

2012.04.28

中央銀行於2012年12月29日的理監事會後記者會書面補充資料中，宣稱以下兩點：「本行盈餘主要來自於國際金融市場的投資利益，且盈餘悉數繳庫，供政府施政之用，由全民共享，何來『台灣人付出慘重代價』之說？」我們並不懷疑央行盈餘的來源及其使用，我們關心的是央行創造盈餘的過程中，產生的副帶作用為何？這對台灣整體經濟有何重大影響？

誠如許嘉棟教授在《今周刊》第784期中所言，央行盈餘主要來自投資外國資產的利息收入，減去定期存單的利息支出。觀察國內外利率差異，央行近年確有辦法累積龐大盈餘。在影響央行盈餘的因素裡，國外利率環境非台灣得以操控，故本文不予討論。定期存單和國外資產數額以及匯率與央行干預外匯市場有關，而國內利率環境則由錯綜複雜的因素互相影響而成。央行於其新聞稿將近年低利率歸因於超額儲蓄與國內物價穩定，隱含央行干預外匯市場與低利率無因果關係。對此，我們的推論與央行相反。我們認為央行發行定期存單，以及央行持有國外資產量之變化，對國內利率變化都有影響。由此推論，央行在創造盈餘的過程中，間接使得國內資金流入資產市場，提高部分資產價格。這樣的情景不禁令人想起1980年代後期的日本，因此我們亦試圖比較兩者，並以1990年代日本的經濟情勢作為台灣央行創造盈餘的類比，檢視政策可能帶來的未來台灣經濟藍圖。本文第一節討論台灣低利率之成因，第二節比較台灣與1980年代後期的日本，第三節為本文結論。

1 台灣低利率之探討

1.1 央行干預外匯市場與低利率之關係

針對各國央行干預外匯市場，Dominguez (1998) 由日本、德國央行以及美國聯準會的干預歷史發現，央行在外匯市場中的干預一般會增加其變化的劇烈程度 (volatility)。1990年代之前，各國央行的干預行為中公開與隱匿者皆有。Dominguez

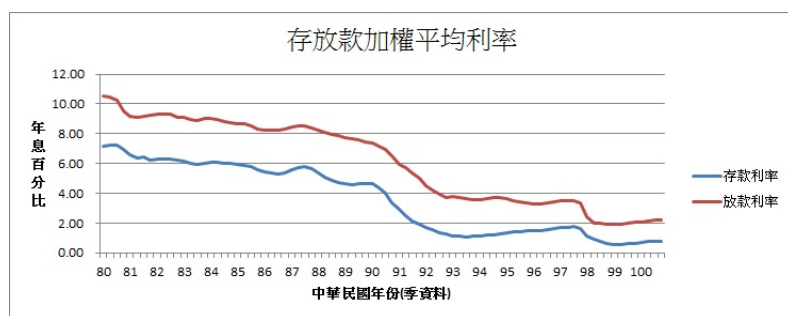


圖 1: 名目利率

發現隱匿的干預行為帶來的匯率變化，往往比公開者劇烈。央行的貨幣政策在直接影響貨幣供給之外，同時也可能傳達訊息至市場。公開的干預行為產生的放訊效果比隱匿的干預清楚許多，在市場上引起的反應也較易預測。Dominguez 的研究成果顯示放訊傳達的訊息越是清楚，匯率的變動越是緩和。在1990年代之後，為了掌握市場的預期貨幣價值，各國央行的匯率政策較先前透明許多。然而我國央行的政策與此潮流相反，一般不公佈其干預行為。

如圖1所示，台灣存放款名目利率自2001年後開始顯著下跌，近年仍不見攀升趨勢，甚至於2009年後更進一步跌落，使得名目存款利率低於1%。對此央行於其新聞稿指出「台灣利率較低，事實上係因龐大超額儲蓄及國內物價相對穩定所致。」以下試圖推論央行干預外匯市場與國內低利率之因果關係。

央行所指超額儲蓄為台灣經常帳順差，亦即國人於國內固定投資支出之外，投入國外資產的儲蓄，概念上約等於我國貿易餘額。若央行未干預外匯市場，超額儲蓄與國內利率無因果關係。這是因為經常帳順差代表我國淨出口值大於零。市場結清下，出口商對新台幣需求增加幅度大於進口商對新台幣供給增加幅度，故新台幣必定升值。由於市場結清，新台幣與外匯於進出口商間流轉，則經常帳順差不會增加貨幣供給，無從影響利率。但若央行為保持新台幣幣值穩定，在經常帳順差時於外匯市場增加新台幣流通量以購入外匯，則新台幣貨幣供給因而增加。有鑑於此，台灣央行發行定期存單以沖銷釋出的新台幣；若沖銷不足，則央行干預外匯市場後未收回的新台幣將導致有如寬鬆貨幣政策的效果，使利率降低。觀察表1，自2002年以來，台灣的準備貨幣只增不減，顯示央行近年採取寬鬆貨幣政策。若將央行持有外匯資產減去央行發行國庫券、定期存單的餘額視為沖銷不足，歷年總計的變化量顯示央行干預外匯市場確實增加台灣貨幣供給，則央行新聞稿隱含的另外一層意涵即為：超額儲蓄及央行對此反應的措施是導致台灣近年低利率的原因之一。

另外，陳旭昇·吳聰敏(2008)指出，央行在某段期間對於匯率市場的干預出

Table 1: 準備貨幣增加的因素

	準備貨幣	國外資產	央行發行之 定期存單	金融機構 轉存款	對金融 機構債權	沖銷不足
2002	+ 112,746	+ 1,144,507	- 994,865	- 234,984	+ 217,102	+ 149,642
2003	+ 50,628	+ 1,275,921	- 1,044,380	- 215,440	+ 135,871	+ 231,541
2004	+ 98,232	+ 1,054,375	- 570,520	+ 177,488	- 317,634	+ 483,855
2005	+ 40,833	+ 593,071	+ 42,065	- 125,637	- 64,647	+ 635,136
2006	+ 124,726	+ 179,310	- 235,110	+ 53,698	+ 14,063	- 55,800
2007	+ 64,303	- 146,771	+ 295,630	- 105,982	- 108,139	+ 148,859
2008	+ 177,903	+ 814,132	- 874,645	- 20,296	+ 73,739	- 60,513
2009	+ 178,533	+ 1,827,488	- 1,593,540	- 78,247	+ 214,167	+ 233,948
2010	+ 197,829	+ 1,322,549	- 784,135	- 14,981	- 236,266	+ 538,414
2011	+ 219,141	+ 129,801	+ 30,465	+ 895	+ 183,101	+ 160,266
	+ 1,264,874	+ 8,194,383	- 5,729,035	- 563,486	+ 111,357	+ 2,465,348

現「阻升不阻貶」的現象。亦即新台幣升值時，央行積極干預外匯市場，買進外匯資產。當直接干預不完全時，央行會進一步採寬鬆貨幣政策；而新台幣貶值時，央行不阻貶，甚或可能推波助瀾地助貶。由此推論，面臨近年來經常帳順差的事實，央行採取的匯率政策除透過沖銷不足，更經由其他寬鬆貨幣政策降低國內利率。

1.2 台灣物價變動與低利率之關係

觀察台灣消費者物價指數，台灣物價水準確實相對穩定，以2006年為基期，2011年的累計平均為106.98。顯示此期間的平均通貨膨脹率僅1.13%，低於一般認為可維持經濟成長的2%。然而消費者物價指數僅計入一般的生活消費財貨與服務，並未考慮房地產等資產價格變化。台灣近年的資產平均價格不斷上升，其中尤以房地產最為明顯。參考國泰建設以及政治大學台灣房地產研究中心共同開發的國泰房價指數，以2006至2008年平均為基期的房價指數，在2011年已達約133.1。名目利率約等於實質利率加上通貨膨脹率，假設近年實質利率不變，雖然通貨膨脹率不高，但因物價指數未考慮房價指數，是以台灣相對平穩的物價水準不足以解釋低利率的現象。

2 台灣與1980年代後期日本的比較

由第1節推論可知，央行的匯率政策及其手段造成國內利率偏低，低利率降低資金的取得成本，亦降低存款誘因，促使資金流入股票與房地產市場，推升資產價格。以房地產為例，在2000年Q1到2010年Q4之間，台北房價上漲67.2%，同時

銀行也大幅增加建築貸款，從2003年5月開始到2008年5月已增加2.6倍。如此驚人的漲幅令人產生資產泡沫化的隱憂。從利率下降到資金流入房地產市場，這樣的故事與1980年代後期的日本十分相似。

1985年日本受到美國政府的壓力，通過廣場協定，解除匯率管制，日圓自此升值不斷。為因應日圓快速升值造成的經濟不景氣，日本央行連續5次降息，從1986年6月的5%到1987年2月的2.5%。在央行寬鬆貨幣政策刺激之下，1987年開始日本經濟貌似恢復景氣，市場資金充足，且流向房地產等實質資產市場，導致資產價格明顯上升，銀行並大量從事以房地產為擔保品的放款。日本央行因此注意通貨膨脹問題，並考慮實施緊縮貨幣政策。但是1987年10月31日美國發生黑色星期一，股市大跌，各國央行紛紛調降利率因應。日本當時雖然資產價格明顯上升，但是消費者物價指數一直都很穩定，所以日本央行認為通貨膨脹並不嚴重，於是放棄升息，讓利率一直維持在低檔。

1989年3月日本央行決定升息，但是貨幣供給和資產價格仍繼續上升。央行繼續升息，直到1990年初資產價格才陸續下跌，但此時資產價格下跌卻引發銀行壞帳率大幅增加。據 Bernanke 和 Gertler 估計，1990年到1998年日本銀行總共累積91.5兆日圓壞帳，其中約有80%來自1986到1990年的放款。Bernanke 和 Gertler 認為日本為期過長的低利率政策是產生房地產泡沫的原因之一，他們進一步推論如果日本央行在1987年將利率提升，便能阻止資產泡沫化的出現 (Bernanke and Gertler, 2000)。

雖然我們無法比較現在台灣的銀行與當時日本的銀行體質，而台灣也沒有日本當時面臨金融去管制化的背景，但是觀看兩國央行對於低利率的回應，兩者非常一致。台灣在2000年開始降低重貼現率之後，到了2003年3月經濟已有恢復的跡象，但因為6月爆發 SARS 疫情，故央行再度降息，並維持了一年的時間，延後升息的時間點。觀看此年中央銀行理監事會議決議，「唯通貨風險仍低，勞動市場仍有改善空間」或類似的句子不斷出現，這跟日本當初覺得消費者物價指數仍低，進而延長實施寬鬆貨幣政策一樣。值得注意的是，從2003年開始至今，台灣實質上仍實施寬鬆貨幣政策。

3 結語

2000年以來，台灣央行的盈餘逐年上升，國內存放款利率逐年下降，本文推論央行干預外匯市場政策為此二現象共同原因。央行干預外匯政策有阻升不阻貶之法則，造成新台幣對美元的匯率長期被低估，國人購買進口品時需付出更

高代價 (陳旭昇·吳聰敏, 2008)。如此「扭曲」的匯率更無形中鼓勵出口導向式的生產,讓原先不具出口比較利益的產業享有匯率上的貿易優勢而能持續發展,造成資源不效率運用。另一方面,長期低利率現象使資金流向房地產市場,拉升資產價格,我們無法得知現今台灣房地產是否已進入泡沫化階段,我們亦無法得知現今銀行業的放款有多少比例屬於潛在的不良放款,但從第2節兩國背景比較可知,我們唯一可以確認的是,未來台灣央行必將面臨與1980年代後期日本央行同樣的抉擇—升息與否,而這恐怕是台灣央行在維持對外幣值穩定以外,更需深思熟慮的一道難題。

參考文獻

陳旭昇·吳聰敏 (2008), “台灣貨幣政策法則之檢視”。

Bernanke, Ben and Gertler, Mark (2000), “Monetary policy and asset price volatility”, *NBER Working Paper No. 7559*.

Dominguez, Kathryn M. (1998), “Central bank intervention and exchange rate volatility”, *Journal of International Money and Finance*, 17, 161–190.