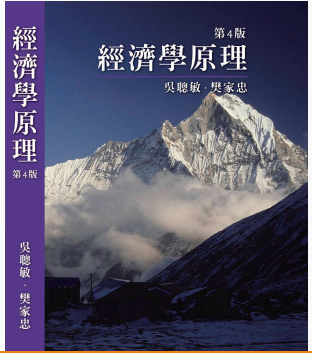
# 第 26 章
# 匯率政策



# 目錄

1. 均衡匯率

2. 匯率制度

3. 匯率干預

4. 阻升與低利率

# 均衡匯率

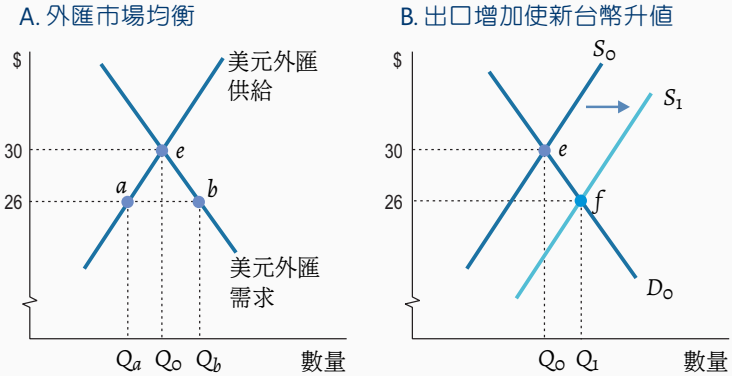
# 美元外匯的供給與需求

- 名目匯率: 1單位外國貨幣可以購買多少單位的本國貨幣

# 美元外匯的供給與需求

- 外匯: 外國貨幣、票據及有價證券
- 外匯供給: 出口廠商所賺入的美元, 在外匯市場上出售;
  國外投資人匯入美元來台灣買股票, 先在外匯市場出售
- 外匯需求: 進口商需要外匯才能購入國外商品;
  外資出售台灣股票, 在外匯市場買入美元後匯出
- 2017年外匯市場平均每天的交易量: 78,078百萬美元

# 美元外匯的供給與需求




- 外匯之供給線 (1 美元交換多少新台幣) 為正斜率, 需求線為負斜率
- 本例之均衡名目匯率為 30 元 (圖 A)

# 名目匯率如何決定?

若匯率是由市場供需決定, 名目匯率會等於多少?

- 購買力平價 (purchasing-power parity, 簡稱 PPP):
  一單位的新台幣應該可以在任何國家買到相同數量的商品

# 購買力平價

- 以 $p$ 代表新台幣計價之本國價格, $p^*$ 代表以美元計價之國外價格, $e$ 為名目匯率
- 套利: 若 $p > ep^*$, 本國較昂貴, 消費者從國外進口
- 外匯市場上, 美元需求增加, 美元升值 ($e$ 上升), 故 PPP 趨於成立:

$$p = ep^*$$

亦即,

$$e = p/p^*$$

# 大麥克匯率

| | 大麥克價格 | 實際匯率 | 大麥克匯率 | 低估 (–) | 日期 |
|---|---|---|---|---|---|
| 台灣 | 75.0 | 29.9 | 14.8 | −50.5% | 2022/7/1 |
| 瑞典 | 57.0 | 10.2 | 11.3 | 10.9% | 2022/7/1 |
| 日本 | 390.0 | 137.9 | 77.4 | −43.9% | 2022/7/1 |
| 瑞士 | 6.5 | 1.0 | 1.3 | 33.2% | 2022/7/1 |
| 中國 | 24.0 | 6.7 | 4.8 | −29.4% | 2022/7/1 |
| 新加坡 | 5.9 | 1.4 | 1.2 | −13.4% | 2022/1/1 |
| 墨西哥 | 69.0 | 20.6 | 13.7 | −33.7% | 2022/1/1 |

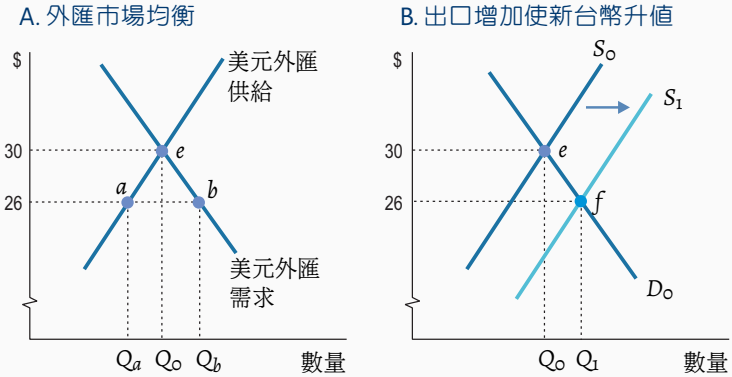
- 2022 年, 美國大麥克的價格是 5.07 美元, 台灣是 75.0 元
- 台灣大麥克匯率: 75.0/5.07 = 14.8; 但是, 2022/7/1, 實際匯率是 29.9, 故由大麥克的價格來看, 新台幣幣值「低估」

# 購買力平價不成立的原因

- 套利本身花費成本
- 進口管制
- 非貿易財 (nontraded goods)
- 政府可能干預外匯交易

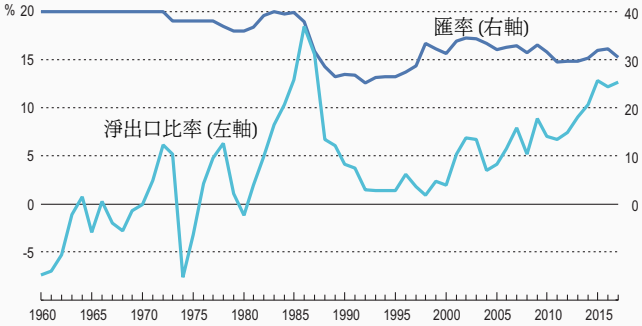
# 匯率制度

# 貿易順差對匯率之影響




- 貿易順差擴大: 若出口增加使外匯市場之供給由 $S_0$ 增加為 $S_1$, 匯率下降, 新台幣升值 (圖 B)
- 同理, 若較多的外資來台灣買股票, 也會使新台幣升值

# 貿易順差與匯率




- 但是, 1980–1985 年台灣對外貿易順差擴大, 為何 1986 年才開始升值?
- 因為外匯交易與匯率都受到管制
- 1979 年初之前, 出口商所賺外匯, 須以官價賣給央行; 1979/2《管理外匯條例》修訂, 銀行與廠商才能持有並交易外匯, 但央行仍管制匯率

# 匯率制度

- 固定匯率制度 (fixed exchange rate system): 央行干預外匯市場交易, 使匯率維持固定
- 浮動匯率制度 (floating exchange rate system, 或 flexible exchange rate system): 匯率由供需均衡決定
- 管理式浮動匯率制度 (managed floating exchange rate system): 匯率基本上由外匯市場之供需均衡決定, 但央行偶而買賣外匯以影響匯率水準

# 匯率制度之演變

- 1950年代, 世界主要工業國家採取固定匯率制度, 又稱為布列敦森林體系 (Bretton Woods system)
- 到了1970年代初期, 國際間發現固定匯率制度的問題叢生, 歐美國家央行相繼宣布脫離固定匯率制度
- 從此開始, 歐美國家央行原則上不再介入外匯市場之交易, 匯率就是由外匯市場的供需所決定

# 台灣匯率制度之演變

- 1949年6月15日台灣實施幣制改革, 發行新台幣以取代原先流通的台幣, 新台幣一開始也採固定匯率, 新台幣5元兌換1美元
- 1950年代, 台灣面臨惡性通膨與貿易逆差, 政府開始管制民間持有外匯, 也管制匯率
- 1950年代晚期, 在美援合作分署的壓力與利誘下, 部分的管制解除, 新台幣匯率調整到接近市場均衡的價位
- 1961年起, 新台幣兌美元的匯率是40元, 出口擴張的高成長啓動

# 從阻貶到阻升

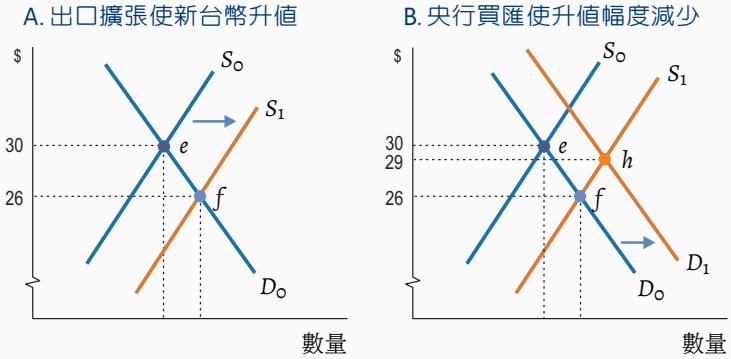
- 高成長啓動之後, 央行繼續民間持有外匯, 並控制匯率
- 不同的是, 1950年代的政策是阻貶, 1980年代則是阻升
- 為何要阻升新台幣? 原因是財經官員擔心, 新台幣升值會造成出口減少, 經濟成長率下降

# 緩慢升值

- 台灣央行阻升, 對美國的出口商不利, 在美國的壓力下, 新台幣從1986年起開始升值
- 1980年代後半, 台灣央行採取「緩慢升值政策」, 造成熱錢流入, 股市與房市泡沫

# 匯率干預

# 央行干預外匯市場




- 貿易順差使美元外匯供給由 $S_0$ 增加為 $S_1$, 匯率由 30 變成 26 (升值)
- 若央行進場買美元, 需求由 $D_0$ 增加為 $D_1$, 匯率僅升至 29
- 央行買美元, 其國外資產 (外匯存底) 將增加

# 沖銷

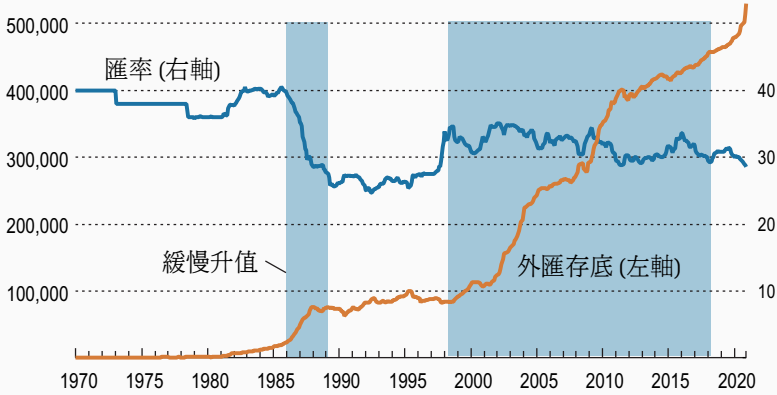
- 2017年外匯市場平均每天交易量: 780.87億美元, 故央行須買賣鉅額外匯, 才能影響匯率
- 央行買入外匯時, 準備貨幣 MB 增加
- 若買入3億美元 (花費90億新台幣) 才能達成匯率目標, 但是, 要維持物價穩定, 新台幣應該僅增加10億
- 沖銷 (sterilization): 出售80億元定期存單 (CDs), 收回80億元新台幣

# 準備貨幣變動之因素 (新台幣百萬元)

| | 準備貨幣變動 | 國外資產 | 央行發行定期存單 | 金融機構轉存款 | 對金融機構債權 | 其他 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 2000 | −59,918 | 69,077 | 55,450 | 364 | −212,937 | 28,128 |
| 2003 | 50,628 | 1,275,921 | −1,044,380 | −215,440 | 135,872 | −101,345 |
| 2006 | 124,726 | 179,310 | −235,110 | 53,698 | 14,063 | 112,765 |
| 2010 | 197,829 | 1,322,549 | −784,135 | −14,981 | −236,266 | −89,338 |
| 2013 | 218,668 | 323,939 | −200,660 | 2,159 | 213,042 | −119,812 |
| 2017 | 146,160 | 346,386 | −292,840 | 20,000 | 16,762 | 55,852 |
| 2020 | 537,683 | 1,364,085 | −1,310,160 | −17,000 | 431,712 | 69,046 |

- 以 2020 年為例, 央行買入 1,364,085 百萬元外匯, 同時發行 1,310,160 百萬元的定期存單, 收回新台幣
- 以上的操作會阻升新台幣

# 緩慢升值與阻升 (外匯存底的單位: 百萬美元)




- 緩慢升值與阻升政策都使外匯存底 (reserves) 增加
- 右邊灰色區域為彭淮南擔任央行總裁期間

# 台灣央行的說法: 動態穩定

- 台灣央行:
  「新台幣匯率 ... 原則上係由外匯市場供需決定匯率水準。惟匯市若有季節性或不正常因素干擾 (如熱錢的大量進出), 本行將適時調節, 以維持外匯市場的秩序」
- 熱錢 (hot money): 短期匯入/匯出之外幣
- 不過, 台灣央行的聲明無法說服美國, 原因是與證據不符

# 動態穩定或阻升?

- 動態穩定表示央行有時買入美元, 有時賣出
- 因此, 由央行買賣外匯的帳簿即可知是否有阻升政策
- 但是, 台灣央行以往不公開買賣外匯之帳簿
- 2020/3 開始公布 (美國財政部施壓)

# 間接證據

- 以往帳簿不公開, 只能看間接證據
- 央行購入之外匯主要用於購買美國公債, 公債孳息收入使外匯存底增加
- 若外匯存底的增加率大約等於美國公債之平均利率, 表示央行時買時賣 (動態穩定)
- 反之, 若外匯存底增加率大於公債之平均利率, 表示有阻升效果

# 外匯存底年增率與美國公債利率

- 1985–1988年期間, 外匯存底的年增率為48.5%;
  2000–2018年期間, 年增率為8.5%;
  2018–2022年期, 年增率為4.7%
- 美國政府10年期公債, 2000–2018年期間的平均利率是3.5%, 同一期間, 台灣外匯存底的年增率為8.5%
- 台灣央行的阻升政策主要是在景氣衰退時

# 外匯存底年增率與美國公債利率

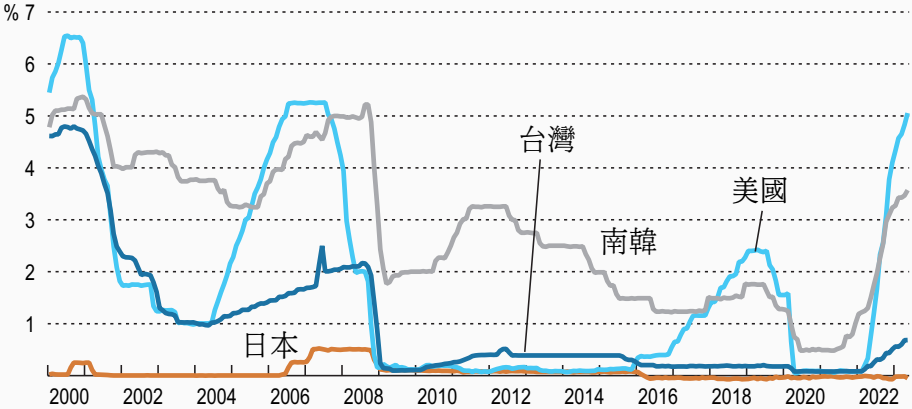
- 1985–1988年期間, 外匯存底的年增率為48.5%;
  2000–2018年期間, 年增率為8.5%;
  2018–2022年期, 年增率為4.7%
- 美國政府10年期公債, 2000–2018年期間的平均利率是3.5%, 同一期間, 台灣外匯存底的年增率為8.5%
- 台灣央行的阻升政策主要是在景氣衰退時

# 匯率操縱國

- 世界上採取阻升政策的國家不只是台灣。1988年, 美國國會通過「國際貿易與競爭力總括法案」(The Omnibus Foreign Trade and Competitive Act),要求財政部每年向國會提出報告, 評估國際經濟政策, 其中包括匯率政策
- 法案中規定, 如果採用管制政策的對手國持續對美國出現貿易順差, 美國得採報復措施, 例如提高進口關稅
- 1988年起, 台灣數次被列入匯率操縱國名單; 最近的一次是2022年6月美國財政部公布報告, 台灣被列為觀察名單

# 阻升與低利率

# 利率



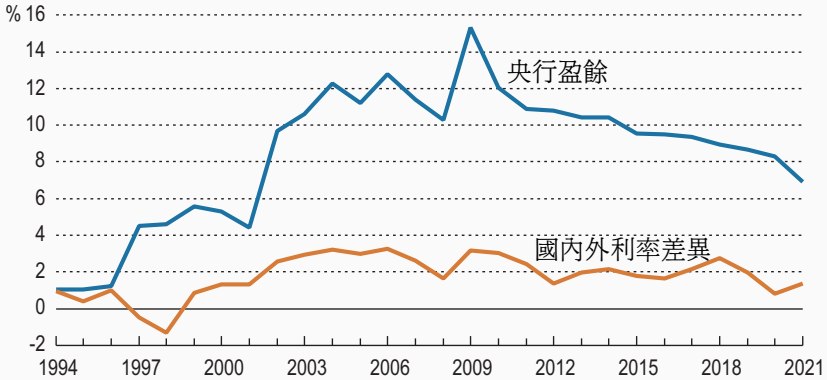

- 日本之外, 台灣的隔拆利率最低

# 台灣央行的利率政策與匯率政策

2000年以來 (彭匯南上任之後), 台灣央行的政策

- 低利率 + 阻升
- 以上政策的結果
  - 央行累積龐大的外匯存底
  - 央行盈餘高

# 央行盈餘占歲入比率




- 「國內外利率差異」為美國 10 年期政府公債利率減去台灣的隔夜拆款利率

# 央行盈餘高

- 行政院主計長劉三錡:「政府應該頒一個金質獎章給彭總裁!」
- 媒體記者:「身懷絕技的央行專業, 是彭淮南在政黨更迭中屹立不搖的關鍵。」
- 彭淮南的絕技是什麼?
  - 低利率 + 阻升

# 央行盈餘

以 $e$ 代表匯率, $H^f$ 代表外匯存底 (以美元計價), $R^f$ 代表國外資產的報酬率, $S$ 代表定期存單餘額, $R^s$ 代表定期存單利率:

$$央行盈餘 = e \cdot R^f \cdot H^f - R^s \cdot S。$$

2003–2017 年期間, 以新台幣計算, 定期存單餘額對外匯存底的比例為 0.5。因此, 上式可改寫為:

$$央行盈餘 = e \cdot H^f (R^f - 0.5R^s)。 \tag{2}$$

- 外匯存底愈高, 國內外利差, $R^f - 0.5R^s$, 愈大, 央行盈餘愈多

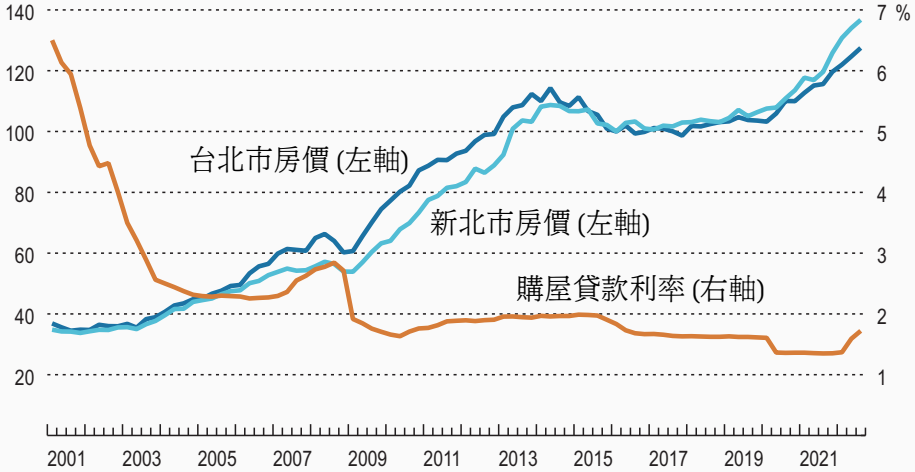
# 五鬼搬運法

- 天下沒有白吃的午餐, 央行的盈餘到底是誰付的?
- 阻升政策等於是把本來是民間的國外資產之孳息收入, 繳交給國庫
- 低利率政策是把本來是存款人的利息收入, 繳交給國庫
- 2000年以來台灣央行的阻升與低利率政策, 就是標準的「五鬼搬運」
  五鬼搬運: 將別人家的財運到自己家來 (蔣碩傑, 1982)

# 低利率政策的後果

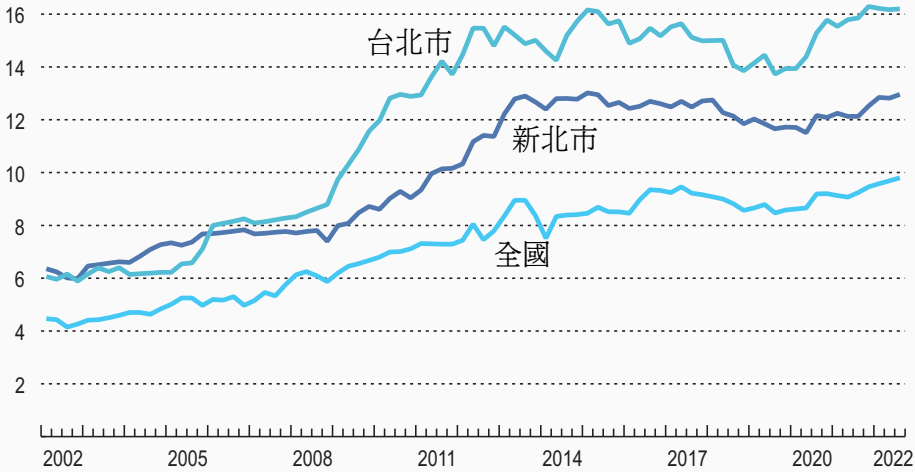
- 資源配置無效率
- 流動性陷阱 (liquidity trap): 從 2010 到 2019 年, 台灣 GDP 連鎖實質值的年增率為 2.9%, 而隔夜拆款利率幾乎是 0, 萬一出現景氣衰退, 利率已經沒有下降的空間
- 房價飆升

# 低利率政策的後果




- 利率為五大銀行平均

# 房價所得比




- 房價所得比為中位數房價除以家戶年可支配所得中位數