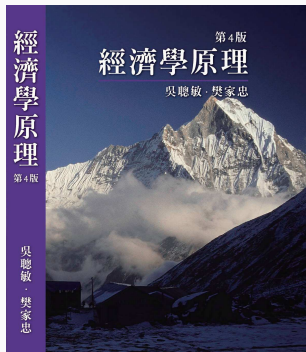


# 第 26 章

## 匯率政策

---



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

---

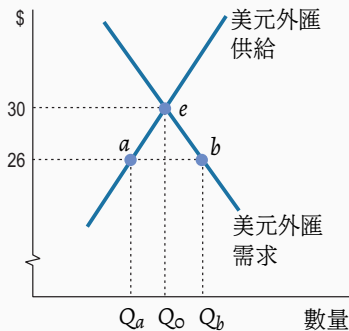
- **名目匯率**: 1單位外國貨幣可以購買多少單位的本國貨幣

# 美元外匯的供給與需求

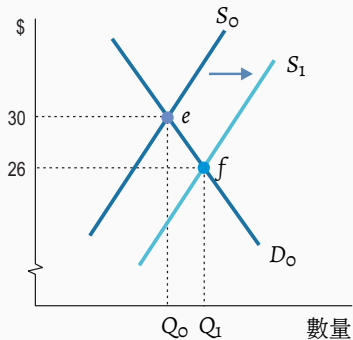
- 外匯: 外國貨幣、票據及有價證券
- 外匯供給: 出口廠商所賺入的美元, 在外匯市場上出售;  
國外投資人匯入美元來台灣買股票, 先在外匯市場出售
- 外匯需求: 進口商需要外匯才能購入國外商品;  
外資出售台灣股票, 在外匯市場買入美元後匯出
- 2017年外匯市場平均每天的交易量: 78,078 百萬美元

# 美元外匯的供給與需求

A. 外匯市場均衡



B. 出口增加使新台幣升值



- 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

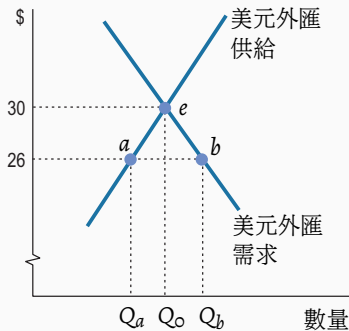
- 套利本身花費成本
- 進口管制
- 非貿易財 (nontraded goods)
- 政府可能干預外匯交易

# 匯率制度

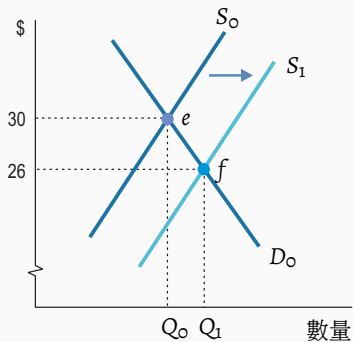
---

# 貿易順差對匯率之影響

A. 外匯市場均衡

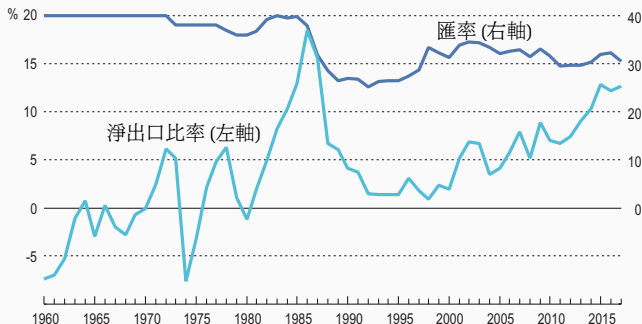


B. 出口增加使新台幣升值



- **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

- **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,出口擴張的高成長啟動



# 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

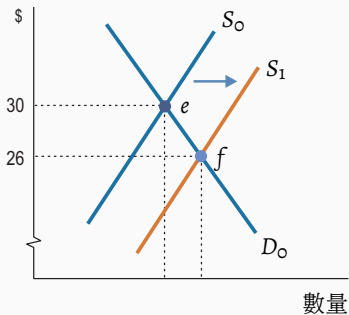
- 台灣央行阻升, 對美國的出口商不利, 在美國的壓力下, 新台幣從 1986 年起開始升值
- 1980 年代後半, 台灣央行採取「緩慢升值政策」, 造成熱錢流入, 股市與房市泡沫

# 匯率干預

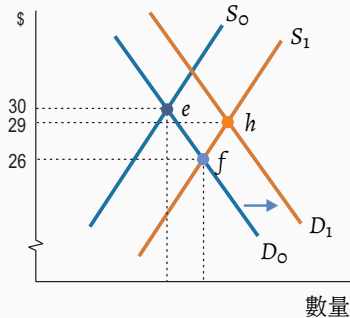
---

# 央行干預外匯市場

A. 出口擴張使新台幣升值



B. 央行買匯使升值幅度減少



- 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

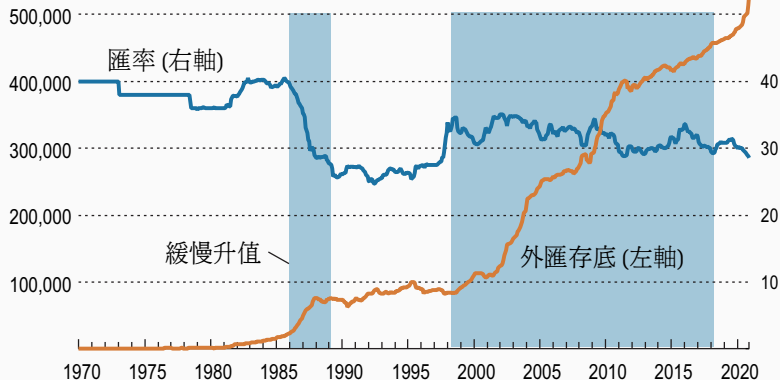
- 2017 年外匯市場平均每天交易量: 780.87 億美元, 故央行須買賣鉅額外匯, 才能影響匯率
- 央行買入外匯時, 準備貨幣 MB 增加
- 若買入 3 億美元 (花費 90 億新台幣) 才能達成匯率目標, 但是, 要維持物價穩定, 新台幣應該僅增加 10 億
- 沖銷 (sterilization): 出售 80 億元定期存單 (CDs), 收回 80 億元新台幣

# 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

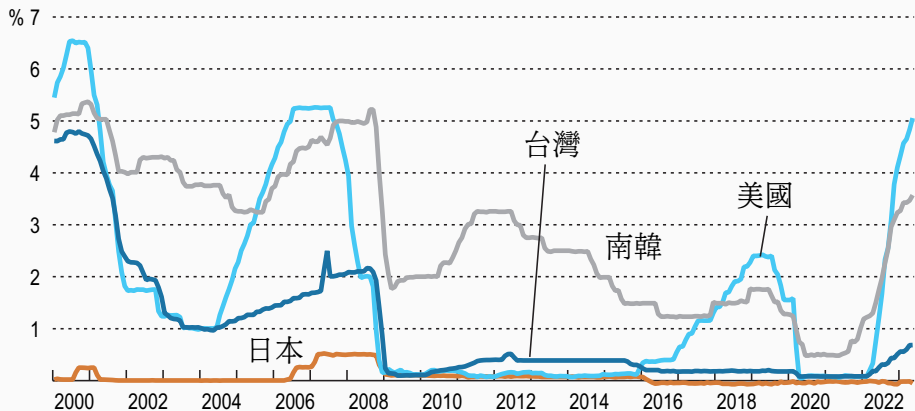
- 1985-1988年期間, 外匯存底的年增率為 48.5%;  
2000-2018年期間, 年增率為 8.5%;  
2018-2022年期, 年增率為 4.7%
- 美國政府 10年期公債, 2000-2018年期間的平均利率是 3.5%, 同一期間, 台灣外匯存底的年增率為 8.5%
- 台灣央行的阻升政策主要是在景氣衰退時

- 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

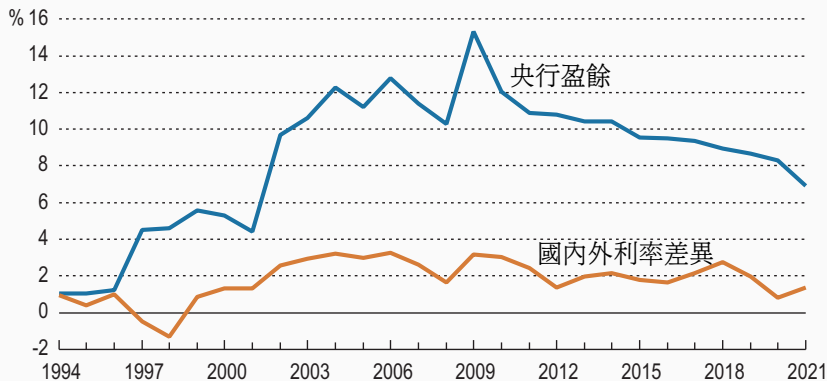
# 台灣央行的利率政策與匯率政策

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

- 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:

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

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:

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

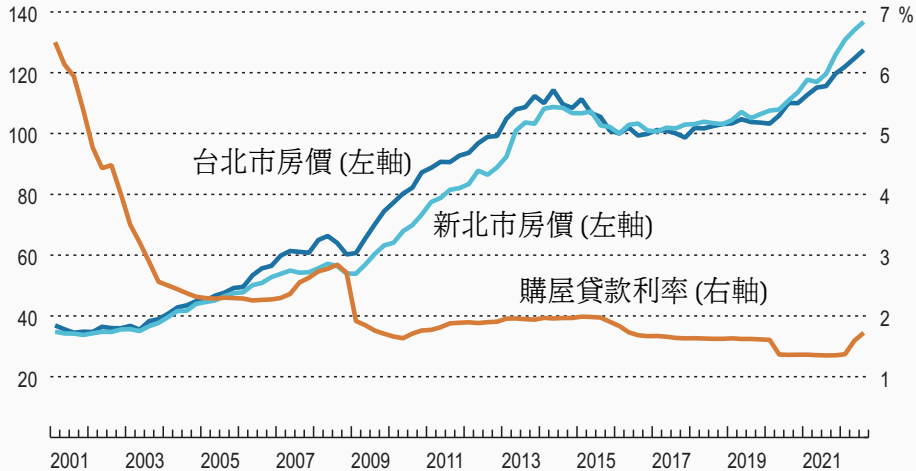
# 五鬼搬運法

- 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

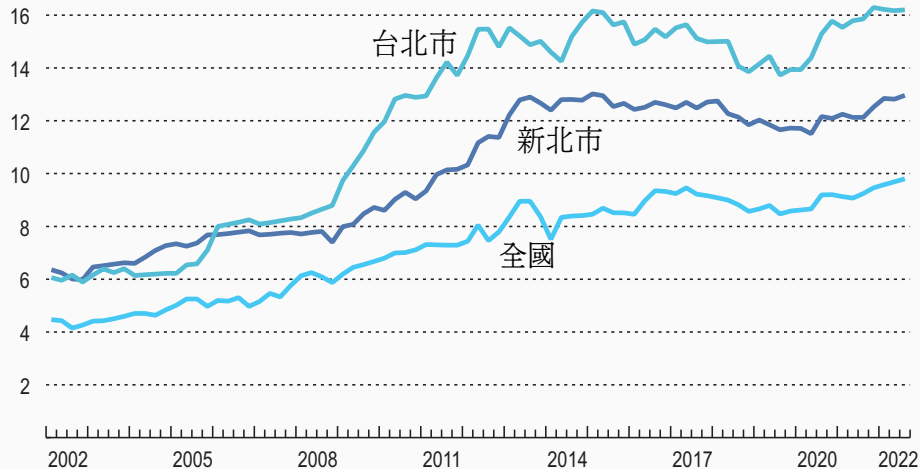
- 資源配置無效率
- 流動性陷阱 (liquidity trap): 從 2010 到 2019 年, 台灣 GDP 連鎖實質值的年增率為 2.9%, 而隔夜拆款利率幾乎是 0, 萬一出現景氣衰退, 利率已經沒有下降的空間
- 房價飆升

# 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