

# 台灣央行貨幣政策制度之檢討

吳聰敏\*

2016.7.13

我想從制度面談台灣央行的貨幣政策。現代經濟裡，貨幣政策的影響大，政策是否達到效果，大家都關心，也值得檢討。民主國家透過專業與理性的辯論，也透過制度的改變，政策才會越走越好。

台灣央行每三個月開一次理監事會，貨幣政策的基本原則是在理監事會內決議。當然，平時央行也時時關注國內外經濟情勢。央行理事來自各行各業，但是有些理事的專業與貨幣政策的關係並不是那麼密切。例如，農委會主委也是當然理事。早期，農業占 GDP 的比重高，這言之成理。但現在，農業產值不到 2%，我認為可以考慮調整。

大部分的理事都是兼任；真正專任的，只有總裁和副總裁。理事會每一季最後一個星期開一次會，在兩次理事會之間，理事們就靠央行寄來的資料瞭解國內外經濟情勢。我個人認為這些資料有幫助。但理事是兼任，他平常都在忙自己的事情，我猜會仔細看資料的不多。

理事會如何開會？央行首先報告國內外經濟情勢，資料詳盡。最後一張投影片是關鍵，央行在這一張投影片中提出政策建議：升息、降息、或維持不變。

假設，投影片內寫出建議降息半碼 (0.125%)，這時候主席 (總裁) 就會請問理監事們對於利率政策的意見。接下來應該是政策決議最重要的時刻，因為經過討論之後，央行理事會將決議利率是否調整。

不過，在一個二三十人開會的場合進行貨幣政策的討論其實很難。而且，因為大部分理事是兼任，事前的準備未必充分。如果有理事提出不同的意見，經過一些意見交換，最後通常是主席裁示，「理事先生的意見，我們下次會好好考慮一下。」(問：那下次有考慮嗎?) 除非列入會議記錄，否則很難判斷以往的意見是否會直接或間接地影響以後的政策。

我個人認為理想的理事會制度，是目前美國、日本、英國、歐元區的制度。首先，理事要專任；其次，貨幣政策的決議要投票。如果是要投票，那總裁在把政策建議提到理事會之前，會努力地跟每位專任理事溝通，在溝通的過程中共識會逐漸出現。貨幣政策本來就有一些模糊的空間，政策討論的目的是希望讓模糊變清楚。我認為若改成理事專任加上強制投票規定，貨幣政策的品質會提升。

---

\*本文是由我接受《今周刊》(2016.7.13 出刊) 訪問之錄音檔所整理出來的文字。

央行理事的職責是貨幣政策,但目前理事與監事一起開會,因此開會時會場上大概有二十多位。開會的人多,討論不易進行。就我所知,央行監事的任務與貨幣政策制訂無關,那為什麼要一起開?我也不知道。

台灣央行法明確規定,央行的任務之一是「維持對外幣值穩定」。因此理事會也須處理這一部分。中央銀行是否負責匯率政策,各國制度不同。匯率政策是否有效,學界也有許多爭論。值得一提的是,匯率是兩種貨幣的相對價格。今天如果台灣央行刻意操作讓新台幣貶值,這表示美元對新台幣升值,美國政府一定會有意見。反過來說,美國聯準會透過政策讓美元貶值,各國央行(包括台灣央行)也一定有意見。

依據央行法,幣值穩定是央行的任務之一。另一個說法是,若外匯市場有異常波動,央行會進場維持秩序。但是,何謂幣值穩定?何謂異常波動?這問題並不易回答。舉例來說,貿易出超會造成本國貨幣升值,這是異常波動嗎?另一個例子。若美國景氣衰退,美國投資人把錢匯入台灣買股票,造成新台幣升值,這算是異常波動嗎?

以上的問題本來就不易回答,台灣央行當然也不會提供令人滿意的答案。另外,匯率政策的操作是一個敏感的議題,也不可能在二三十人的理監事會議上公開討論。

台灣央行關心匯率,我認為原因之一是央行法「維持對外幣值穩定」的規定。除非把這個規定刪除,否則難以改變。

我個人認為央行某些匯率政策之操作值得商榷,例子之一是「拉尾盤」(編按:央行在外匯市場尾盤進場做價)。不過,我後來也沒在理事會議上提出。事後想來,我可能是覺得即使提出,也不會改變央行的作法。

央行「拉尾盤」政策反映台灣貨幣政策的另一個特徵:資訊不透明。早期,各國央行相信資訊越不透明,貨幣政策越有效。例如,1990年代中期以前,美國聯準會開會後並不對外宣布升息或降息。不過,二十年來學界的看法是央行政策越透明,政策越有效。美國與歐洲央行的政策也朝向透明化。

台灣央行「拉尾盤」,讓外匯市場收盤價與盤中的價格可能出現很大差異。價格是現代經濟最重要的資訊,我無法了解「拉尾盤」的目的何在。就我所知,央行也不會對外解釋。而可以確定是,收盤價與盤中價格不同,造成企業在製造財務報表的困擾。

從2000年至今,台灣貨幣政策的特徵是低利率。任何政策可能有正面效果,但也有其成本。我個人認為,2000年以來的低利率政策是台灣房價飆漲的原因之一。2000年以來持續的低利率政策的利弊為何?這問題老實說不易回答。但是,沒有檢討就沒有進步,而只有透過理性的分析與討論,我們才能真正回答以上問題。

我偶而聽說,若有人或企業發表與央行立場不同的看法,央行會來「關切」。這表示央行在乎不同的意見,因此不是壞事。但是,台灣是一個民主社會,而真理越辯越明。相對於私下關切,我認為更好的作法資訊公開與公開辯論。從這個角度回頭看央行理事會的制度,若央行理事會的制度能作一點調整,台灣貨幣政策的品質應該會提升。