

台灣貨幣政策之檢討

吳聰敏

2019.4.20

1961年7月,中央銀行在台灣復業。在此之前,國民政府曾多次邀請美國專家來台,提供關於央行復業之建議。¹在中央銀行復業之前,台灣銀行代行央行業務,包括發行貨幣與融通財政赤字。1950–60年代,台灣銀行對財政的重要「貢獻」是印鈔票融通財政赤字。

1950–60年代,台灣財政赤字嚴重,原因是中共企圖拿下台灣,而蔣介石則懷著反攻大陸的夢想。1951–64年度期間,國防支出占中央政府支出之比率高達85–90%,而財政赤字占各級政府支出淨額比率平均為26%。1961年3月底,財政部對台灣銀行的透支 (Treasury overdrafts & advances) 為新台幣2,902百萬元,占央行總資產 (16,925百萬元) 的17.1%。²1961年度中央政府支出淨額是8,589.709百萬元,故該年度財政部對台銀的透支占中央政府支出淨額的33.8%。

財政部對台灣銀行的透支等於是台銀對財政赤字的貨幣融通。在美援期間 (1950–65), 財政赤字主要由美援融通 (約90%), 其次是貨幣融通, 公債, 與財產收回及變賣。³美國經濟顧問團 (1954, 表2, 頁116) 有1954年度的財政預算, 該年度各級政府的支出為2,875.5百萬元, 赤字為451.6百萬元, 占支出的18.6%。當年度抵補赤字的來源, 美援協款為240.0百萬元 (占53.1%), 台灣銀行的賒借收入為147.6百萬元 (占32.7%), 公債收入與財產收回及變賣分別為為32.8百萬元與31.21百萬元。

美援顧問再三指出, 台灣銀行發行貨幣融通財政赤字, 是物價膨脹壓力持續不減的原因。⁴美方持續要求國民政府減少國防支出, 但效果有限。

從1950–60年代台銀對財赤字貨幣融通的角度來看, 2000年迄今台灣央行的貨幣政策讓人有似曾相似的感覺。

¹Jacoby (1966), 頁91。

²Leonard, Deming, and Morrill (1961), 頁6。

³Jacoby (1966), 頁93–95。

⁴美國經濟顧問團 (1954), 頁120–21。

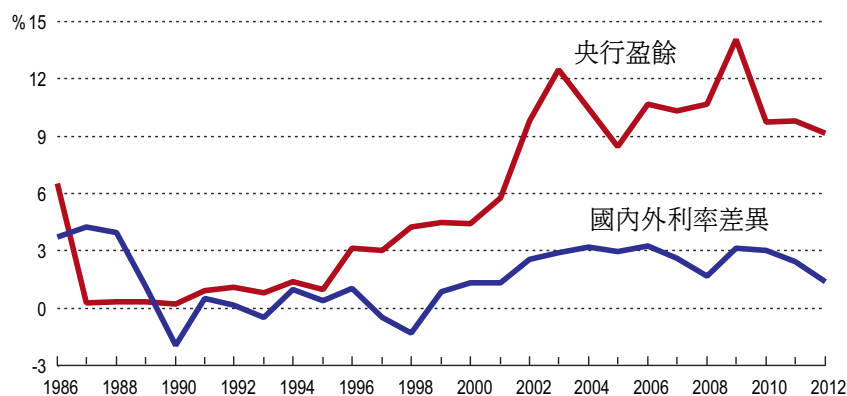


圖 1: 央行盈餘繳庫占政府歲入比例

資料來源: 吳聰敏 (2018), 圖 24.9, 頁 580。

1 央行盈餘

1954年度, 財政部從台灣銀行的賒借收入占稅收的 6.09%。⁵ 相對的, 2017年度財政部從中央銀行獲得的收入占歲入的 7.39%。圖 1 為 1986–2012年期間的比率, 2001年比率開始上升, 2009年的比率甚至高達 13.5%。

目前, 財政部從中央銀行獲得的收入有一個正式的名稱, 叫做「央行盈餘繳庫」, 2017年度的盈餘繳庫為新台幣 2,036 億元。1954年度的賒借收入與 2017年度的央行盈餘都是財政部的收入, 但是, 賒借收入將來必須償還。相對的, 央行盈餘繳庫是貨真價實的收入, 並非負債, 將來不需償還。

若與其他國家比較, 2017年度美國 Fed 的盈餘繳庫對財政歲入的比率僅 2.42%。是否美國的比率特別低? 並非如此。台灣央行的盈餘繳庫比率遠超過英美日與歐盟。⁶

1950–60 年度的財政部的賒借收入造成物價膨脹的壓力, 2017 年度的盈餘繳庫則似乎沒有負面影響。與 1954 年的台銀比較, 2017 年中央銀行的表現非凡。中央銀行的奇蹟表現, 從何而來? 要回答這個問題, 我們首先要了解央行盈餘哪裡來?

1.1 央行盈餘哪裡來?

央行官網上並不對外說明, 為何央行如此盈餘多。早期, 央行曾以盈餘多而沾沾自喜。許多民衆發現央行賺那麼多錢, 也覺得引以為傲。

⁵稅收指賒借, 公債發行, 美援協款以外之收入, 主要為稅收與公營企業盈餘。

⁶Bibow (2018)。

央行盈餘哪裡來? 央行並非商業銀行, 不過, 央行盈餘與一般商業銀行的盈餘相同:

$$\text{盈餘} = (\text{貸出利率} - \text{借入利率}) \times \text{金融資產}。 \quad (1)$$

由上式可知, 央行盈餘多的原因來自: 利差大與金融資產多。對央行而言, 「金融資產」主要國外資產 (又稱為「外匯存底」), 因此, 貸出利率是指國外金融市場的利率水準, 借入利率則指國內資金市場的利率。台灣的外匯存底數額在全世界名列前茅; 2000年以來, 台灣的低率遠低於國際市場利率。以上兩個條件造就數額龐大的盈餘繳庫 (見前面圖1)。

台灣的利率為何低? 事實上, 以近30年的情況而言, 台灣的利率低是從2001年開始的。2000年底, 一年期定存利率為5%, 隔年利率開始大幅下降, 2017年為1%。如果2017年的利率為4%, 央行盈餘將大幅減少, 而存款者的利息所得將大約增加為4倍。

那麼, 2001年為何利率大幅下降? 這是央行貨幣政策的結果。利率是資金借貸市場的價格, 因此, 利率高低是由資金市場供需決定。不過, 央行可以經由貨幣政策使資金供給增加, 利率下降。2001年以來, 台灣的利率長期維持在低水準, 事實上是央行貨幣政策的結果。

台灣央行鉅額的盈餘繳庫, 是全世界各國少見的現象。許多人甚至可能覺得與有榮焉。但是, 盈餘繳庫高是央行貨幣政策操作的結果, 它等於是把存款人本來的利息所得, 取出一大部分, 交給財政部。

如果你是存款人, 了解以上事實後, 你對央行的鉅額盈餘繳庫的「與有榮焉」感覺, 可能改變。不過, 貨幣政策是財經政策的一環, 也許央行2001年以來的貨幣政策為台灣帶來巨大福利? 若真是如此, 存款人的「犧牲」或許可以勉強接受? 這是下一節開始, 我們所要分析的。不過, 下一小節先說明央行高盈餘繳庫的弊害。

1.2 央行高盈餘繳庫的弊害

1950-60年代, 財政赤字造成台灣銀行必須印鈔票借錢給財政部。1960年代晚期, 台灣的經濟高成長 (稅收高成長) 加上反攻大陸無望 (國防支出減少), 中央銀行貨幣融通減少。相對的, 2000年以來即使加上央行的盈餘繳庫, 財政赤字仍然龐大。

央行在現代經濟裡有其明確的任務, 支援財政與財富重分配並非央行的任務。2001年以來的貨幣政策造成:

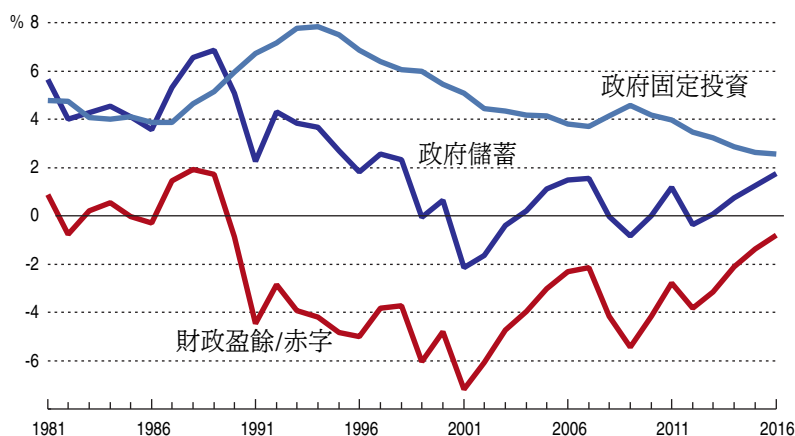


圖 2: 財政赤字

- 遮掩台灣財政結構不健全的問題 (圖 2),
- 貸出者與借入者之間的財富重分配。

2 貨幣政策

目前, 高所得國家的貨幣政策主要是利率政策, 2000 年以來台灣的貨幣政策尚包含匯率政策。而且, 由實際操作來看, 台灣央行對匯率政策的重視不下於利率政策。簡單來說, 利率政策的重點是壓低利率, 匯率政策的重點是阻升, 並讓匯率不要有較大的波動。

台灣央行之執行以上政策, 有其想法與預期效果。不過, 預期效果是否實現, 必需檢驗。許多財經政策之影響甚鉅, 但民衆對其了解不多, 而主管當局通常只講事實的一面。例子很多, 近年來的一個例子是 2016 年的一例一休政策。因為影響立即出現, 因此反彈很大, 而且立即。

相對的, 有些政策影響較間接, 而且民衆不了解其中細節, 因此, 雖然影響大, 但卻較少受到檢驗。台灣的利率與匯率政策是一個例子。

2.1 貨幣政策的功能

Merler (2018):

Milton Friedman's 'The role of monetary policy' – 50 years later

2.2 貨幣政策的限制

學術界對於利率政策的主要結論:

表 1: 人均 GDP 成長率與物價膨脹率: 2000–17

	成長率	標準誤	CPI 上漲率
台灣	3.36%	0.094	0.97%
美國	0.92%	0.020	2.18%
日本	0.73%	0.019	0.04%
中國	8.72%	0.043	2.20%

- 利率政策無法提高經濟成長率,
- 利率政策可能降低景氣波動,
- 利率政策可能造成資產泡沫。

學術界對於匯率政策 (貶值) 的主要結論:

- 貶值政策有利於出口廠商, 不利於進口廠商與消費者,
- 持續貶值政策對貿易對手國不利, 可能招致報復政策 (Plaza Accord, 新台幣 1980 年代中期大幅貶值),
- 持續的貶值政策不利於產業升級。

3 台灣的貨幣政策

目前, 高所得國家的貨幣政策以利率主要是利率政策, 台灣則兼顧匯率政策。

3.1 台灣央行是否達成任務?

- 金融穩定
- 物價穩定
- 經濟穩定

2000–17 年期間, 表 1 顯示, 台灣的經濟成長率平均高於日本與美國, 但低於中國。不過, 在表中的 4 個國家裡, 台灣的景氣波動幅度最大 (以標準誤衡量), 2001 與 2009 年都出現嚴重的衰退。

圖 3 比較台灣與美國的房價變動。從 2003 年開始, 台灣房價飆漲, 一直到 2010 年代中期才停下來。房價飆漲造成房價所得比也飆漲。2004 年, 台灣的房價所得比是 6.4, 2017 年上升為 15.5。⁷ 台灣外匯存底累積與房價飆漲, 受到台灣央行的貨幣政策的影響。

⁷<https://www.globalpropertyguide.com/Asia/Taiwan/Price-History>。

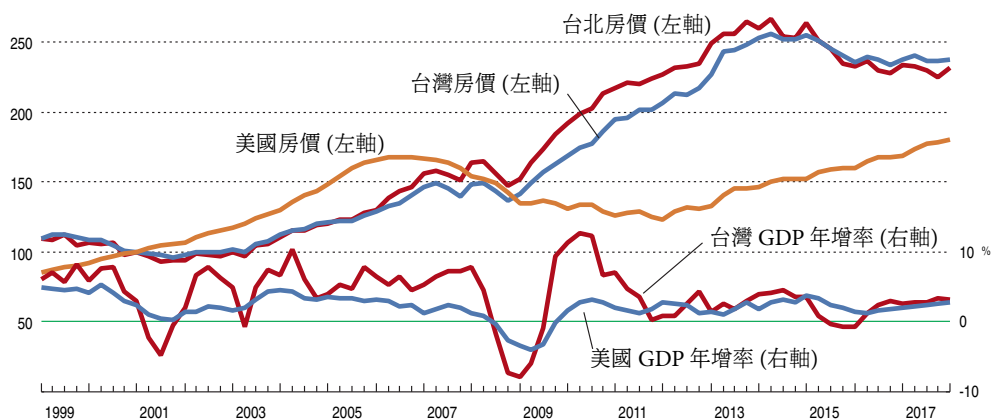


圖 3: 房價與人均 GDP 年增率: 台灣與美國

3.2 A Disaster: 緩慢升值政策 1986–1990

Champion (1998, 頁 1):

“These surpluses were multiplied by the weaves of offshore ‘hot money’ that had flooded into the country to take advantage of the steady, predictable appreciation of the local currency.”

3.3 2001年以來的貨幣政策

台灣貨幣政策的特點:

- 低利率
- 阻升
- 匯率波動小

4 低利率政策: 效益與成本

- 低利率對金融業的影響

5 阻升政策: 效益與成本

6 匯率穩定政策: 效益與成本

匯率穩定政策表面上看來猶如稻米平準基金要穩定米價, does it work?

央行:「廠商應該有風險意識 ...」

- 匯率波動小是匯價管制的結果

- 匯價管制是物價管制, 成本高
- 央行的匯率穩定政策比避險市場更有效率?

7 央行的資產

台灣央行從 2001 年以來迅速累積金融資產, 過程與美國 Fed 在 QE 政策後迅速累積資產類似。台灣央行累積的資產是外匯, 美國 Fed 累積的資產是債券。

7.1 Fed: Reducing the Balance Sheet

2019 年, 美國 Fed 啟動減少資產計畫, 例如:

“FOMC Communications Related to Policy Normalization” (2019),

<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/policy-normalization.htm>

7.2 台灣央行的資產

- 全世界的民主國家裡, 有哪一個機構擁有如此龐大的資產, 而管理如此不透明?

7.3 如何減少外匯存底?

8 央行制度改革

- 專業 (經濟研究)
- 透明
- 資料公開

參考文獻

吳聰敏 (2018), 《經濟學原理》, 3 版, 台北: 雙葉。

美國經濟顧問團 (1954), 《美國經濟顧問團報告書》, 台北: 美國經濟顧問團。

Bibow, J rg (2018), “Unconventional Monetary Policies and Central Bank Profits: Seigniorage as Fiscal Revenue in the Aftermath of the Global Financial Crisis,” Working Paper No. 916, Levy Economics Institute of Bard College.

- Champion, Steven R. (1998), *The Great Taiwan Bubble: The Rise and Fall of An Emerging Stock Market*, Berkely, CA: Pacific View Press.
- Jacoby, Neil (1966), *U.S. Aid to Taiwan*, New York: Fredric A. Prager Publishers.
- Leonard, R.F., F.L. Deming, and Chester Morrill (1961), *Comments and Recommendations on Central Banking in the Republic of China*, Taipei: The Central Bank of China.
- Merler, Silvia (2018), *Milton Friedman's "The role of monetary policy" – 50 years later*, URL: <http://bruegel.org/2018/04/milton-friedmans-the-role-of-monetary-policy-50-years-later/>.