

臺灣大學跨領域專題演講

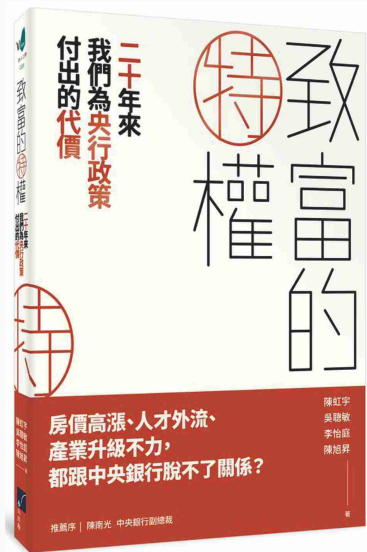
致富的特權:

二十年來我們為央行政策付出的代價

吳聰敏

2021/6/2

《致富的特權》



1. 外匯存底
2. 央行如何累積外匯?
3. 低利率與盈餘繳庫
4. 央行制度改革

央行政策

- 利率政策: 升息或降息?
- 匯率政策

外匯存底

外匯存底 (百萬美元)



- 台灣央行:「110年3月底,我國外匯存底金額為5,390.44億美元」

- 外匯存底排名
- 2021/4:
台灣排第6; 第1名中國, 第2名日本, 南韓第8,
美國第19

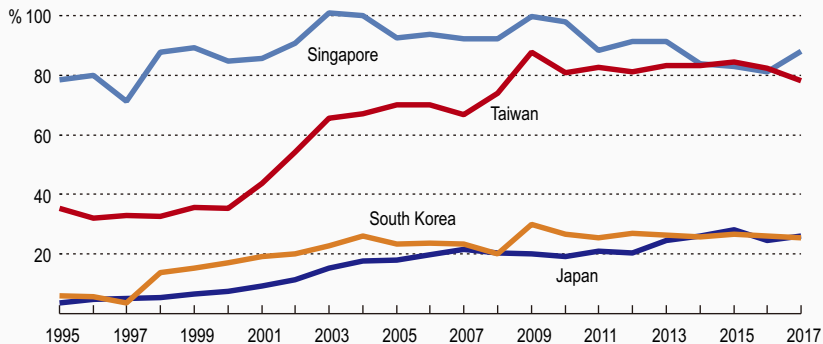
「百年的驕傲」

- 百年思考, 台灣 4 個驕傲 《天下雜誌》, 2011/4/28
- 百年來第 1 個驕傲:
2007 年次貸風暴以來, ... 即使在最嚴峻的 2008 年第四季, ... 單季仍有 63.17 億美元貿易順差, ... 全年經常帳順差達 250 億美元。
- 為何順差值得驕傲?
- 百年來第 2 個驕傲:
2008 年台灣外匯存底增加 214 億美元, 2009 年 3 月更突破 3,000 億美元歷史新高, 居全球第四位。

外匯存底是什麼?

- **外匯存底**: 中央銀行保有的國外資產 (美元, 歐元或人民幣債券, 但黃金不計入)
- 民間部門也有國外資產
- 老吳有日圓外幣, 以新台幣計算是 632 元
- 國外資產 = 政府 (外匯存底) + 民間的國外資產

外匯存底占 GDP 比率



- 2019年, 台灣, 78.1%, 新加坡, 75.1%

如何賺外匯？

- 老吳的日圓外幣 632 元哪裡賺來的？ — 到日本開會賺來的
- 台積電的國外資產哪裡賺來的？ — 出口晶片賺來的
- 央行的外匯哪裡賺來的？

央行如何累積外匯？

央行如何累積外匯?

- 央行的外匯是買來的! — 用新台幣買美元
- 外匯存底 5,000 億美元, 哪有那麼多新台幣? — 印!
- 央行合法擁有印鈔機
- 台灣外匯存底世界前幾名 —
表示央行買外匯的努力是全球前幾名

央行買外匯的效果?

- 效果 1: 阻升新台幣, 提振出口
- 效果 2: 盈餘繳庫

其他國家的央行為何沒有那麼努力?

- 天下沒有白吃的午餐 — 公共政策有其成本, 各國央行對於利益與成本有不同的評估
- 阻升新台幣
 - 對出口商有利
 - 對進口商與消費者不利 (出國旅遊與讀書)
 - 產業升級的誘因下降
 - 貿易對手國 (美國) 不開心 — 美國財政部之匯率報告

低利率與盈餘繳庫

「替國家賺大錢」

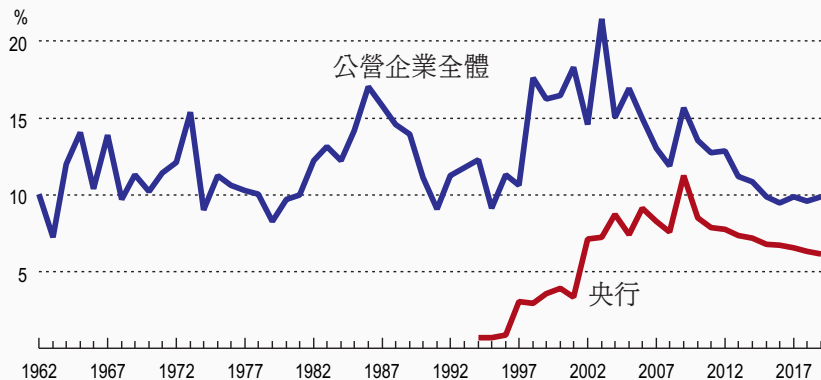
- 彭淮南替國家賺大錢 《天下雜誌》，2012/7/6
 - “行政院主計長劉三錡就對央行的貢獻，感謝連連，「政府應該頒一個金質獎章給彭總裁！」”
 - “擔任央行總裁以來，都能根據國際情勢，一本央行專業，制訂寬鬆合宜的貨幣政策。”

盈餘繳庫



- 台灣央行盈餘繳庫占中央政府歲入比率
- 2017年, 美國聯準會 (Fed) 盈餘繳庫 806 億美元, 占聯邦政府歲入: 2.43%

公營企業盈餘繳庫



- 後來居上的央行
- 公營企業無效率, 如何有盈餘? 獨占

- 商業銀行盈餘哪裡來?
- 從放款的利息收入減對存款者的利息支出

金融資產 \times 利差

- 央行盈餘哪裡來? — 金融資產 \times 利差
 - 金融資產: 外匯存底
 - 利差: 美國公債利率 — 央行定期存單利率

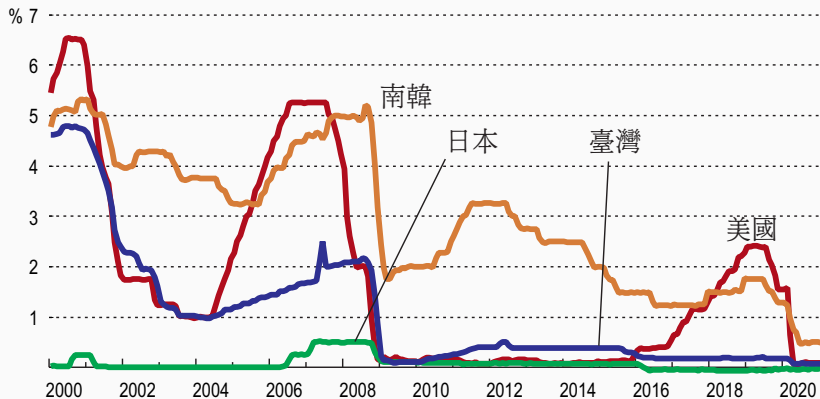
央行盈餘哪裡來?

央行盈餘:

$$\text{央行盈餘} = \text{國外資產} \times \text{利差}$$

- 如何提高盈餘?
 - 增加國外資產: 外匯存底全球第5
 - 擴大國內外利差: 台灣是利率最低國之一

各國隔夜拆款利率



- 日本之外, 台灣利率最低

- 累積外匯存底與低利率, 是台灣央行 20 年來一貫的政策

央行繳庫多不是壞事?

- 「央行多繳庫, 納稅人可以少繳稅, 似乎不是壞事?」
- 錢從哪裡來?
- 2021年的定存利率是0.8%, 若利率是1.8%, 央行會減少。因此, 央行盈餘繳庫部分來自存款人
- 2021年4月, 央行外匯存底5,400億美元, 若央行少買外匯, 盈餘繳庫會減少。但央行少買外匯, 新台幣相對升值。因此, 央行盈餘繳庫部分來自進口商與消費者

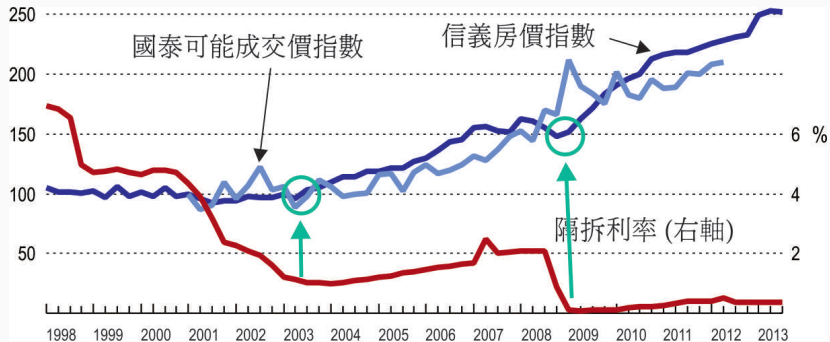
繳庫的錢從哪裡來?

- 繳庫的錢從哪裡來? — 進口商, 消費者, 存款人
- 繳庫多的受益者 — 出口商, 借入者
- 阻升與低利率政策: 所得重分配

貨幣政策的目標

- 阻升: 保持競爭力?
 - 台灣要從勞力密集產業升級到技術與資本密集
 - 不容易, 但是唯一的路
 - 美國財政部匯率報告
- 低利率: 提振景氣?
 - 2001-20年, 出口占 GDP 比率為 68.6%, 景氣主要決定於國外需求 (如 iphone), 利率影響不大
 - 央行降息不能提升廠商固定投資, 但提升了另一類固定投資: 房地產

利率與房價



- 2001-03年與2009年兩波降息, 房價也上揚

央行制度改革

貨幣政策制度

- 台灣央行理事會: 每年開 4 次會, 每次 1.5 小時
- 美國 Fed: 每年 8 次, 每次一天半

- 提高透明度
- 2021年4月底, 外匯存底金額為5,400億美元, 如何管理, 報酬率多少, 民衆 (包括央行理事) 無從得知
- 央行的損益表與資產負債表, 未經專業會計師稽核
- 若交付專業管理, 假設報酬率由2.5%增加為3.0%, 央行利息收入每年會增加27.0億美元, 約新台幣756.0億元 (假設匯率為28)