

央行與財政赤字

央行盈餘

阻升

低利率

結語

台灣貨幣政策之檢討

東吳大學

吳聰敏

台大經濟系

2019.4.16

1 央行與財政赤字

2 央行盈餘

3 阻升

4 低利率

5 結語

央行與財政赤字

央行盈餘

阻升

低利率

結語

- Why monetary policy is important?
 - 出國旅遊, Amazon 購物
 - 存款利息
 - 房價

中央銀行與台灣銀行

央行與財政赤字

央行盈餘

阻升

低利率

結語

- 1961年7月: 中央銀行復業
- 1945-1961.6: 台灣銀行代理央行業務
- 台灣銀行: 1899年10月設立
- 1899-1961.6, 台銀兼具商業銀行與央行角色

國庫透支

央行與財政赤字

央行盈餘

阻升

低利率

結語

- 1961年3月, 財政部對台灣銀行透支 (Treasury overdrafts & advances) 新台幣2,902百萬元, 占央行總資產的17.1% (Leonard, Deming, and Morrill, 1961, 頁6)
- 1950-60年代; 中共要打台灣, 台灣要反攻大陸, 台灣國防支出高, 財政赤字嚴重
- 財政赤字通常由公債融通, 或者, 貨幣融通

財政赤字與融通

央行與財政赤字

央行盈餘

阻升

低利率

結語

- 1951-64年度, 國防支出占中央政府支出85-90%, 財政赤字占各級政府支出26%
- 財政赤字如何融通?
 - 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 (Jacoby, 1966, 頁93-95)
 - 1954年度: 財政赤字為451.6百萬元, 美援協款為240.0百萬元, 台銀賒借為147.6百萬元

央行與財政赤字

央行與財政赤字

央行盈餘

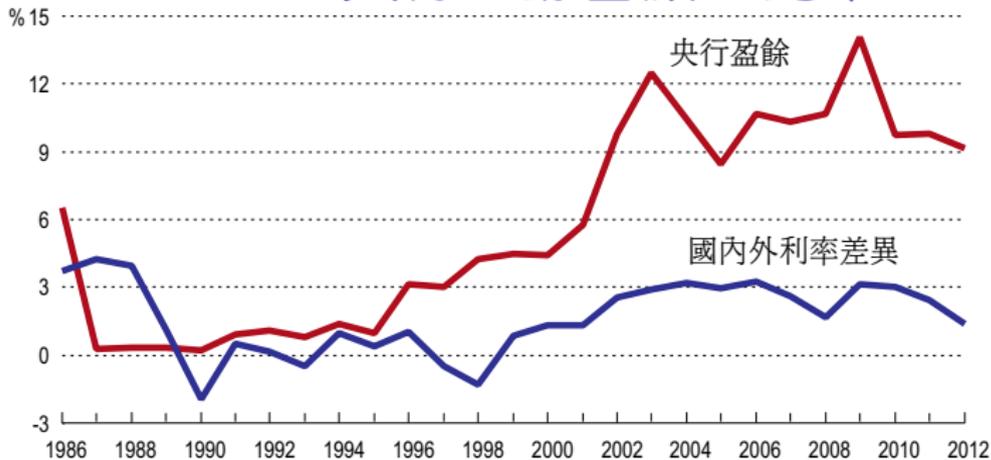
阻升

低利率

結語

- 1950-60年代, 台灣銀行以發行貨幣融通財政赤字, 造成物價膨脹壓力
- 1954年度, 財政部從台灣銀行的賒借收入占稅收的6.09%
- 2017年度, 財政部從中央銀行獲得的收入 (盈餘繳庫) 占歲入的7.39%

央行盈餘占歲入比率



- 2017: 7.39% (盈餘繳庫); 1954: 6.09% (賒借)
- 賒借收入未來須償還, 盈餘繳庫不需要
- 2017年, 美國 Fed 盈餘繳庫 \$80.6 billion dollars, 占聯邦政府歲入: 2.43%

央行盈餘哪裡來?

央行與財政赤字

央行盈餘

阻升

低利率

結語

- 「台灣央行果然表現傑出!」
- 「鉅額盈餘繳庫是央行任務?」
- 央行盈餘哪裡來?

央行盈餘哪裡來?

央行與財政赤字

央行盈餘

阻升

低利率

結語

央行盈餘:

$$\text{央行盈餘} = \text{利差} \times \text{金融資產}$$

利差 (interest spread) \equiv (貸出利率 - 借入利率)

- 盈餘為何高? 利差大 + 金融資產多
- 台灣央行的金融資產, 主要是外匯存底
 - 外匯存底: 央行持有之國外資產
 - 美國 Fed 的金融資產, 主要是政府公債

外匯存底與國內外利差

央行與財政赤字

央行盈餘

阻升

低利率

結語

- 如何累積外匯存底? – 阻升新台幣
- 如何擴大國內外利差? – 低利率政策

高盈餘繳庫之利?

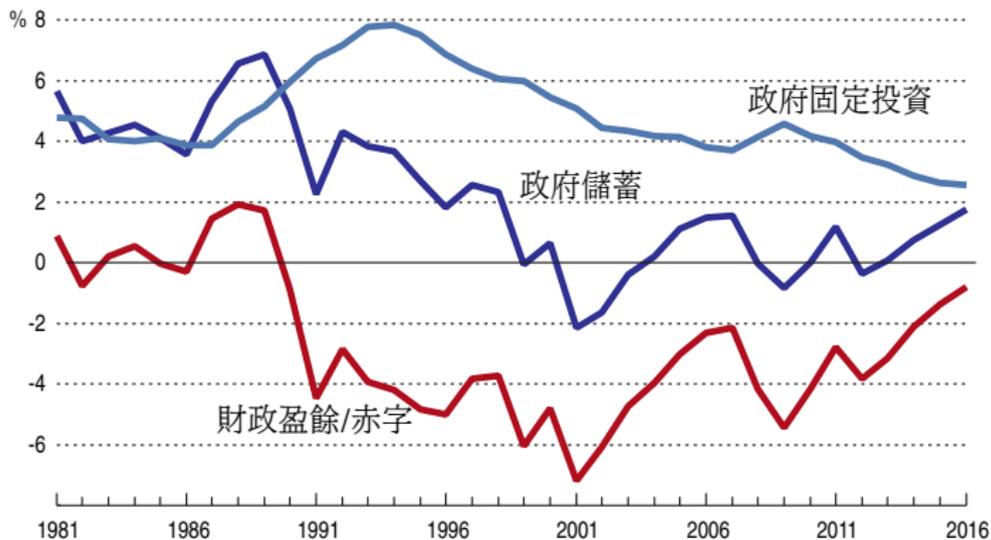
央行與財政赤字

央行盈餘

阻升

低利率

結語



- 台灣財政結構不健全的問題隱而不顯

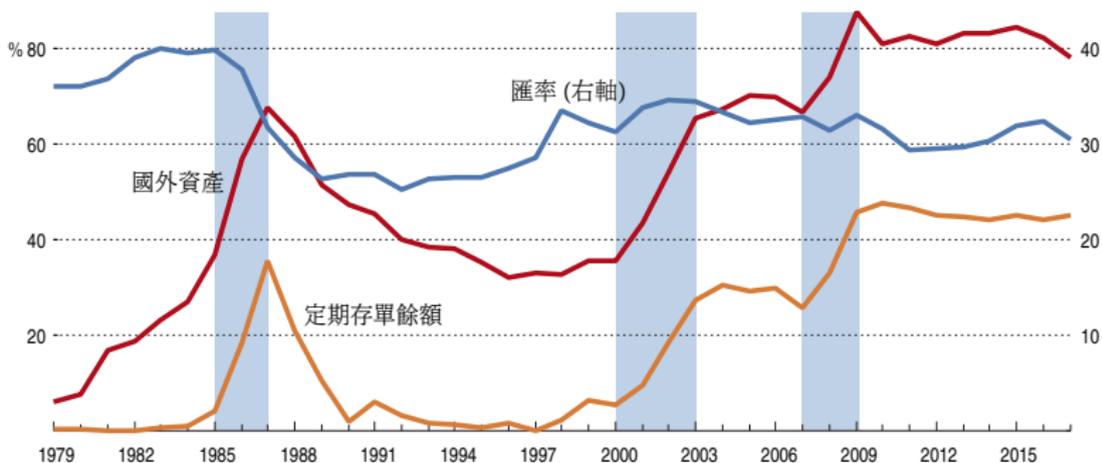
新台幣匯率如何決定？

- 理監事聯席會議決議新聞稿：

「新台幣匯率原則上由外匯市場供需決定，但若有不規則因素（如短期資金大量進出）與季節因素，導致匯率過度波動或失序變動，而有利於經濟金融穩定之虞時，本行將本於職責維持外匯市場秩序。」

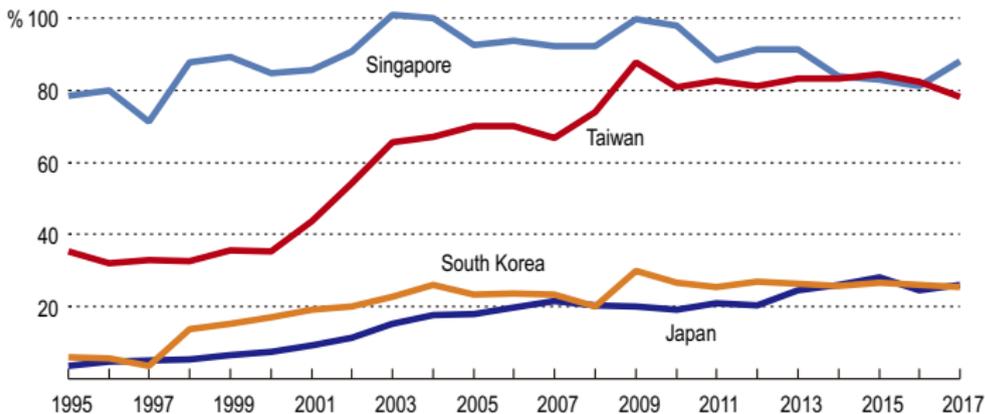
- 外匯市場供需決定？或央行阻升？

阻升或市場供需?



- 國外資產與存單餘額為占 GDP 比率 (年底)
- 央行若大量買外匯, 央行國外資產會大幅增加; 效果為阻升新台幣
- 阻升: 1985-87; 2000-03; 2007-09

外匯存底占 GDP



- 2000-03與2007-09: 台灣央行比圖中其他國家更努力購買外匯
- 資料來源: 台灣, 台灣央行 (國外資產) 與主計處 (GDP); 其他國家, World Bank

阻升政策的利弊

央行與財政赤字

央行盈餘

阻升

低利率

結語

- 阻升 (貶值) 有利於出口
- 但是, 新台幣對美元貶值, 表示美元對新台幣升值, 不利於美國出口
- 台灣阻升, 美國也不高興; 反之, 美國阻升 (QE), 台灣不高興
- 各國都阻升, 貨幣戰爭 (currency war), 各國都受傷

Moving away

央行與財政赤字

央行盈餘

阻升

低利率

結語

- “There is no natural, smooth, and painless movement away from export dependency to become a balanced economy” (Rajan, 2010, 頁 64)

利率政策之能與不能

央行與財政赤字

央行盈餘

阻升

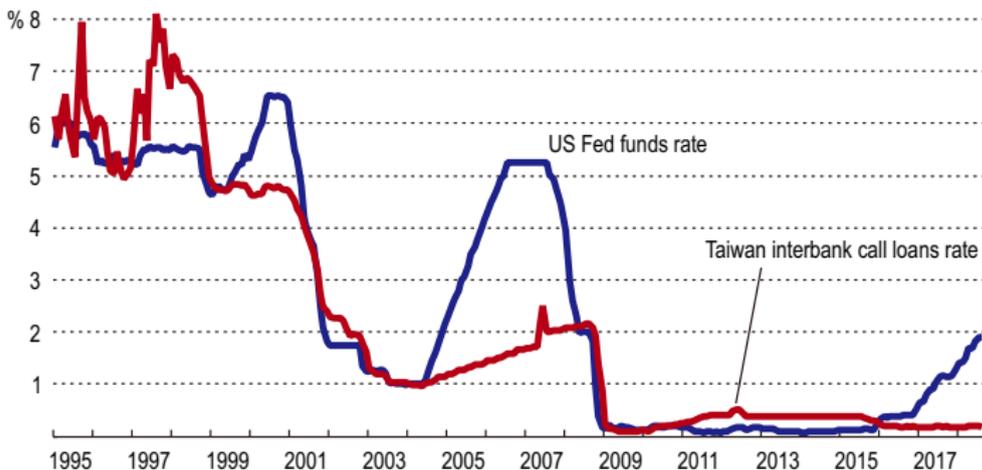
低利率

結語

經濟學對於貨幣政策 (利率政策) 的共識:

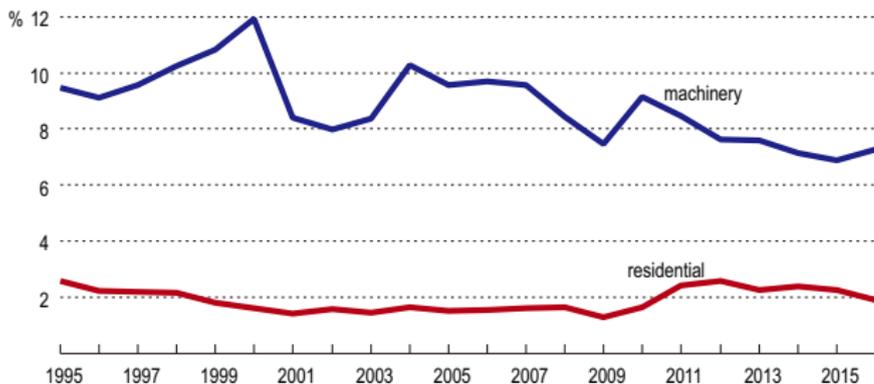
- 良好的貨幣政策能減低景氣波動幅度, 維持物價穩定
- 貨幣政策無法提升長期經濟成長率
- 擴張性貨幣政策可能造成資產市場 (股票與房地產) 泡沫

利率政策: 台灣與美國



- 2001: dot com bubble; Fed 快速降息, 台灣央行跟進
- Fed 於 2014 年中開始快速升息, 台灣也跟進, 但**緩慢升息**
- Fed 為何快速升息? 擔心長期的低利率造成資產泡沫
- 台灣央行為何緩慢升息?

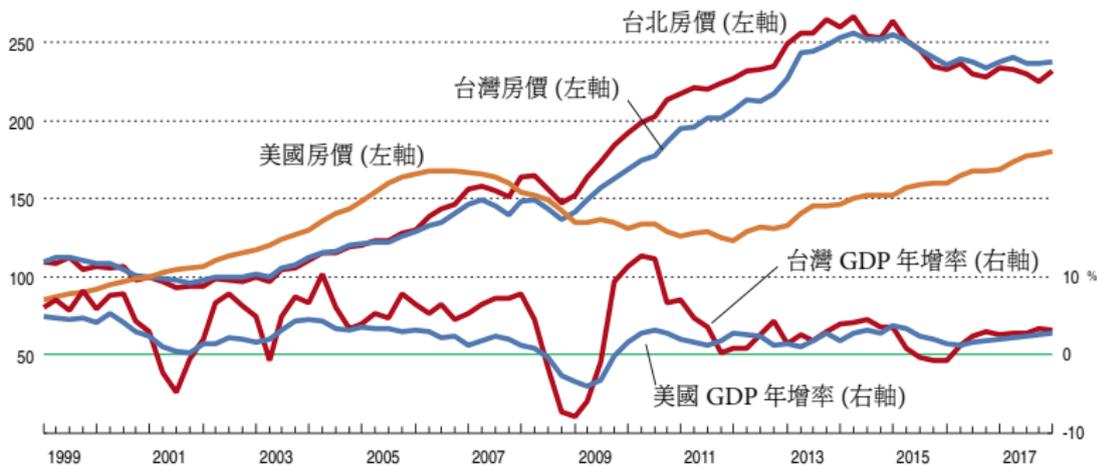
固定投資占 GDP 比率



- 利率是固定投資 (機器設備 (machinery) + 住宅房屋 (residential)) 的機會成本
- 2009年開始的超低利率政策: 提升住宅房屋的固定投資, 但機器設備投資需求在2010年以後持續下跌
- 低利率政策「有效」, 但原本目標是提升廠商固定投資, 實際上是造成房地產固定投資, 房價上漲

- 低利率為何不能提升機器設備的投資需求?
- 台灣出口占 GDP 比率:
2000年為51.9%; 2017年上升至65.2%
- 相對於內需較大的經濟體, 台灣出口廠商的固定投資受國外景氣影響較大, 低利率的效果相對較小

台灣的低利率政策



- RGDP 成長率: 1990-99, 6.6%; 2000-09, 3.8%; 2010-17, 3.5%
- 景氣波動: 台灣高於美國; 房地產價格波動: 也是如此
- 台灣 2001 年以來的低利率政策:
提振景氣的效果小, 但造成資產泡沫 (特別是 2009 年以後)

低利率政策與財富重分配

央行與財政赤字

央行盈餘

阻升

低利率

結語

- 一年期定存利率:
2019.1, 1.065%; 2000.12, 5.0%
- 若2019年利率是3%, 央行盈餘將大幅減少, 但存款者的利息所得將增加為3倍
- 低利率政策 (相對於正常利率水準): 把存款人利息所得交給財政部

台灣貨幣政策: 2000年以來

央行與財政赤字

央行盈餘

阻升

低利率

結語

- 阻升 + 低利率
- 央行盈餘繳庫飆高
- 存款者付出代價
- 房價飆升
- 廠商固定投資增加?



Jacoby, Neil (1966), *U.S. Aid to Taiwan*, New York: Fredric A. Prager Publishers.

央行與財政赤字



央行盈餘

阻升

低利率

結語



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.

Rajan, Raghuram G. (2010), *Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy*, Princeton: Princeton University Press.