

## 貨幣政策的回顧與展望研討會

蔣碩傑文教基金會·台大經濟系

# 台灣央行的制度設計— 央行理事會的經驗談

吳聰敏

2018.10.26

2019.2.26 (rev.)

背景

回顧

展望

bibliography

1 背景

2 回顧

3 展望

## 經濟成長趨

背景

回顧

展望

bibliography

2001年台灣面對1960年以來第一次的景氣衰退(-1.26%)。2000年開始,台灣的長期"問題"日趨明顯:經濟成長趨緩,薪資停滯。政府官員覺得必需有所作為,央行是其中之一。彭淮南剛上任2年,利率與匯率政策相繼出籠:利率大幅下降,新台幣大幅貶值。但景氣大約在2002年回復正常之後,央行升息緩慢;匯市干預仍有,只是幅度較小 (need verify)。

# 短期政策

背景

回顧

展望

bibliography

台灣在1960-2000年期間,人均 GDP 成長率世界第一,大約在2000年前後,成長率明顯趨緩。成長趨緩與是薪資停滯事實上是"正常"現象,解決方法是提升創造力,管道之一是解除教育管制。不過,政府官員只能祭出短期政策。

短期政策無法解決長期問題, 貨幣政策是例子之一。2001年以來, 央行用短期政策 (僅短期有效) 來解決長期結構問題 (成長趨緩與薪資停滯)。回顧這些政策, 利率政策未能提升成長率與薪資停滯, 但造成所得重分配與資產價格 (主要是房價) 飆升。貶值政策讓無競爭力廠商再存活, 但不能解決台灣經濟結構已轉變的問題。此外, 貶值政策造成台灣貿易對手國家的不滿。

# 「頭痛醫腳」的代價

背景

回顧

展望

bibliography

央行持續執行低利率政策與匯率政策的可能原因是, 央行因此累積了大量的外匯存底。這提升了央行在行政院各部會中的地位, 表面上也 "解決" 台灣財政結構問題, 但實際上人民付出代價。

- 台灣央行任務 (中央銀行法):
  - 促進金融穩定
  - 健全銀行業務
  - 維護對內與對外幣值之穩定
  - 協助經濟發展
- 台灣的貨幣政策
  - 利率政策
  - 匯率政策

# 貨幣政策回顧: 美國

背景

回顧

展望

bibliography

- Friedman and Schwartz (1963): “The Federal Reserve’s monetary policies were largely to blame for the severity of the Great Depression.”
- Alan Greenspan (US Fed chairman, 1987–2006):  
“The greatest central banker who ever lived.”  
*Not only has inflation been reduced, but America has enjoyed the two longest expansions on record, marred only by two mild recessions.*  
*“Monetary myopia”, Economist, 2006.1.14*
- Unfortunetely, the worst financial crisis since the Great Depression then occurred.



## 貨幣政策回顧: 日本

背景

回顧

展望

bibliography

- Japan and West Germany: export-led growth and managed capitalist (Rajan, 2010, pp. 58–63).
- Plaza Accord of 1985: Japan agreed, under the US pressure, to allow its exchange rate to appreciate against the dollar.
- The Bank of Japan cut interest rates sharply ...  
What the loose monetary policy instead triggered was a massive stock market and real estate bubble.

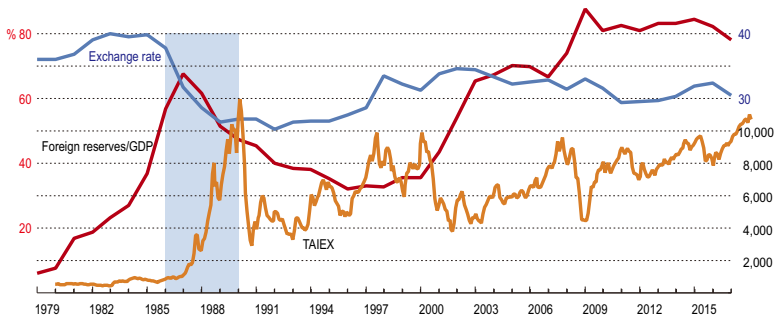
# 貨幣政策回顧: 台灣 (1980s)

背景

回顧

展望

bibliography



- 「緩慢升值」匯率政策: 1986–1990
- 股市泡沫 + 房地產泡沫

# 利率政策之能與不能

背景

回顧

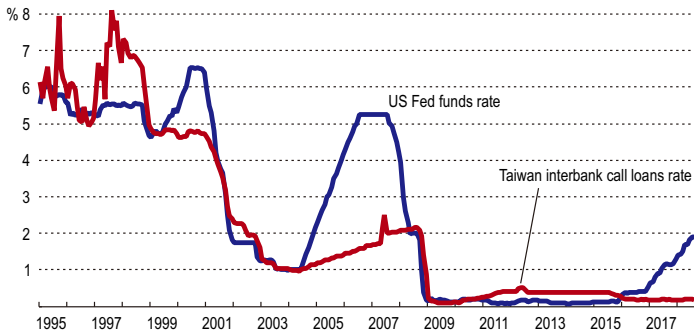
展望

bibliography

經濟學對於貨幣政策 (利率政策) 的共識:

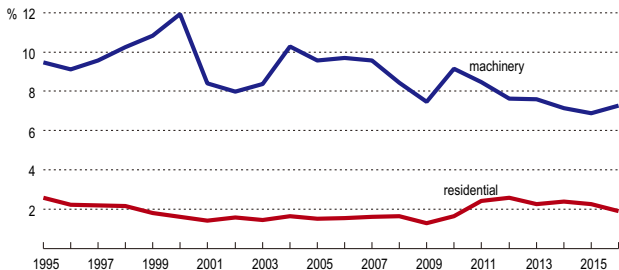
- 良好的貨幣政策能減低景氣波動幅度, 維持物價穩定
- 貨幣政策無法提升長期經濟成長率
- 擴張性貨幣政策可能造成資產市場 (股票與房地產) 泡沫

# 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? — **希望提升固定投資**

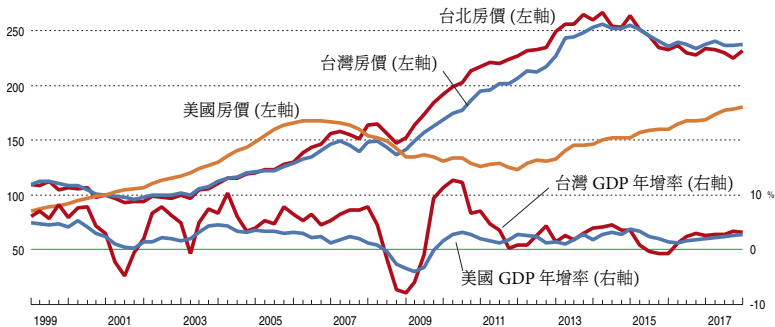
# 固定投資占 GDP 比率



- 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」, 但標的錯誤

- 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市場展望的影響較大, 低利率的效果相對較小

# 台灣低利率政策回顧



- 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 年以來長期持續的低利率政策:  
提振景氣的效果小, 但造成資產泡沫 (特別是 2009 年以後)

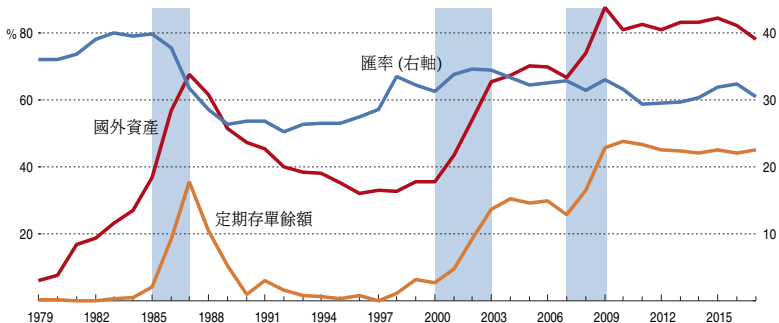
- 理監事聯席會議決議新聞稿:

「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, 而有不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」或阻升?



# 阻升或市場供需?



- 欲阻升新台幣, 央行需持續大量買外匯, 央行國外資產會大幅增加
- 阻升: 2000-2003; 2007-2009
- 央行國外資產 (年底) 占 GDP 比率

# Currency war

背景

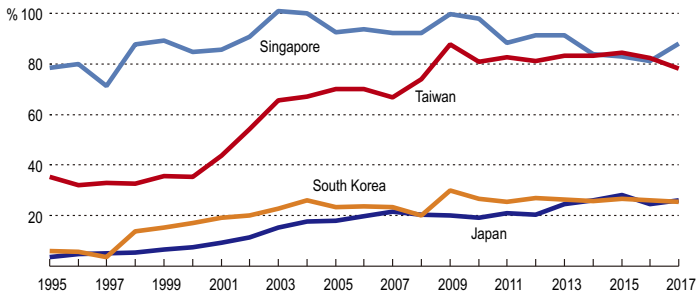
回顧

展望

bibliography

- 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
- 美國阻升, 台灣不高興; 反之, 台灣阻升, 美國也不高興
- 各國都阻升, 貨幣戰爭 (currency war)

# 外匯存底占 GDP



- 2000–2003 與 2007–2009: 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

# 阻升政策之後果

背景

回顧

展望

bibliography

- 阻升有利於出口, 但是,
- “There is no natural, smooth, and painless movement away from export dependency to become a balanced economy” (Rajan, 2010, 頁 64)

- 如何提升貨幣政策品質?

# 以研究為基礎

背景

回顧

展望

bibliography

- 貨幣政策以研究成果為基礎
- 學術研究的提升則建立在討論公開、資料透明、結果可驗證的制度上
- 貨幣政策與學術研究
  - 台灣: 央行經研處 + 央行兼任理事
  - 美國: U of Chicago, US Monetary Policy Forum 年會, Fed 與學術界的交流

## 經濟研究需要統計資料

- 台灣: 重要金融指標: 歷史檔案 (從1961.7開始)
- 美國: FRED Economic Data

# 貨幣政策之運作

背景

回顧

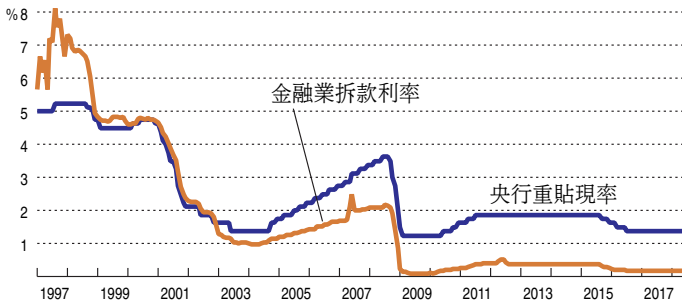
展望

bibliography

- 美國: FOMC (議程 2 天), 公布 **Statement, Minutes, Transcript**  
Richard H. Clarida, **Monetary Policy**, Peterson Institute,  
2018.10.25
- 台灣: 理監事會 (議程 2 小時), 公布 **理監事聯席會議決議**
- 建議:
  - 理事與監事會議分開
  - 理事專任, 投票紀錄公開
    - 理事會之職權: 有關貨幣、信用及外匯政策事項之審議及核定, ...
    - 監事會之職權: 本行資產、負債之檢查, ...



# 央行利率



- 美國: Federal funds rate
- 台灣: 重貼現率、擔保放款融通利率及短期融通利率
  - 2009與2003年的重貼現率相等, 但隔拆利率大約低1%
  - 宣告之利率與市場實際利率, 落差極大
  - 建議: 仿照 Fed, 改以隔拆利率作為目標利率

- 理事會之職權: 有關貨幣、信用及外匯政策事項之審議及核定, ...
- 目前, 理事會對於「外匯政策事項之審議及核定」幾乎毫無貢獻
  - 例子: 拉尾盤; Set Currency's Close on the Cheap

# 外匯存底

背景

回顧

展望

bibliography

- 2018年9月, 央行外匯存底 4,604.4 億美元
- 外匯存底如何管理 (操盤)? 報酬率為何? 是否再獨立稽核 (審計部之外)?
  - 若報酬率低 0.5%, 資產收入大約減新台幣 690 億元, 約 2017 年度中央政府歲入 3.6%
- 2017年, 央行盈餘繳庫約占中央政府歲入 10.5%
  - Fed reducing balance sheet, St. Louis Fed
  - 建議: 央行縮減外匯存底



Friedman, Milton and Anna J. Schwartz (1963), *A Monetary History of the United States, 1867–1960*, Princeton: Princeton University Press.



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

背景

回顧

展望

bibliography