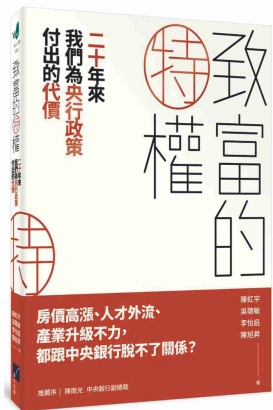


輔仁大學社科院「今日社會論壇」
台灣央行的過去與未來

吳聰敏 (台大經濟系)

2022/11/30

《致富的特權》: 台灣貨幣政策的迷思



- 外匯存底高是傲人的成就
- 央行盈餘繳庫多是貢獻
- 14A 總裁
- ...

1. 貨幣政策
2. 台灣央行的貨幣政策與匯率政策
3. 台灣央行的過去
4. 未來

貨幣政策

貨幣政策有何重要?

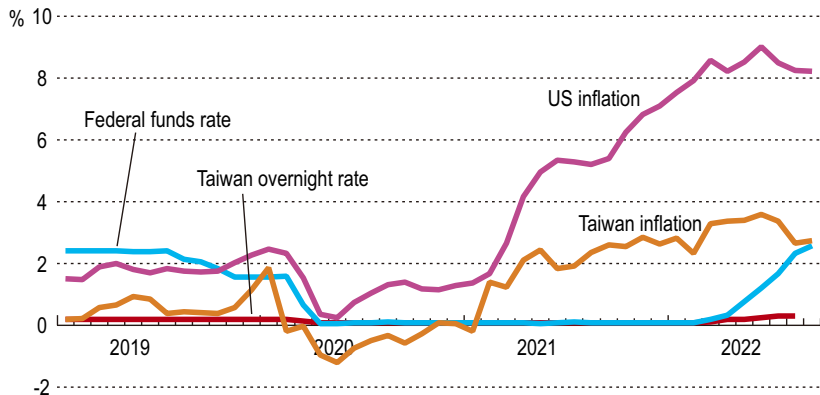
Bloomberg (2022/11/28):

Stagflation is the key risk for the global economy in 2023, according to investors who said hopes of a rally in markets are premature following this year's brutal selloff.

Rates remain higher for longer

All eyes are on the Fed moving into 2023 with growth likely to be hampered further as rates remain higher for longer, a regime which has already been foreshadowed by Chair Jerome Powell. At the same time, China's strict Covid Zero policy is another risk for the global economy as cases hover at record highs.

物價膨脹與利率



- 2022/11/29, 台灣隔拆利率 0.437%
- 2022/11/11, federal funds rate 3.75%–4.0%

- 歐美央行: 貨幣政策即利率政策
- 台灣央行: 貨幣政策以匯率政策為主, 利率政策為輔

貨幣政策如何操作?

- 歐美央行: 升息/降息
在物價膨脹率不超過 2% 的情況下, 求就業最高
- 台灣央行 (彭淮南與楊金龍時代): 阻升 + 低利率 (降息)
求出口成長 + 盈餘繳庫

台灣央行的貨幣政策與匯率政策

- 央行理監事會每年4次, 3, 6, 9, 12月
每次約 1.5 至 2 小時
- 美國聯準會 (The Fed), 每年 8 次, 每次一天半

理監事會做什麼事?

- 利率政策: 升息或降息?

「本行重貼現率、擔保放款融通利率及短期融通利率各調升0.125個百分點, 分別由年息1.5%、1.875%及3.75%調整為1.625%、2%及3.875%。」

「另調升新台幣活期性及定期性存款準備率各0.25個百分點」(2022/9/22)

- 匯率政策

「新臺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。」

貨幣政策的影響

- 如果美元匯率是 20, 而不是 30
 - 汽油價格可能是 24 元, 而不是 30.7 元 (2022/11)
 - 出口可能減少, 但進口可能增加
- 如果一年期定存利率是 3%, 而不是 1.325% (2022/11)
 - 存款人利息收入增加, 借入者的成本上升
 - 房貸利率上升 (但是, 房價可能下跌)

台灣央行的過去

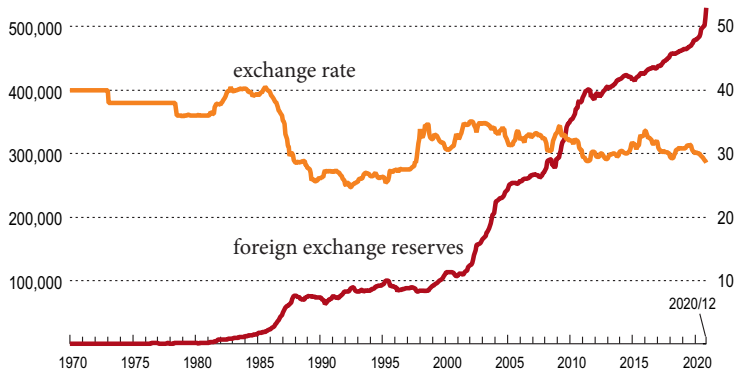
- 聯準會主席: Alan Greenspan (任期: 1987–2006)
- 央行總裁: 彭淮南 (任期: 1998/2/15–2018/2/15), 楊金龍

- Greenspan 的 legacy (Economist, The, 2006)

The accolades bestowed upon Alan Greenspan ahead of his retirement on January 31st have a strong whiff of irrational exuberance

- 外匯存底 (全球排名第6, 2022/10) [wiki]
- 盈餘繳庫
- 高房價
- 外匯資產之管理

外匯存底 (百萬美元)



- 台灣: 1998/4 起快速成長; 2022/10 為 5,428 億美元, 全球排名第 6
- 美國: 2,292 億美元, 全球排名第 14 (2022/10)

傲人的成就?

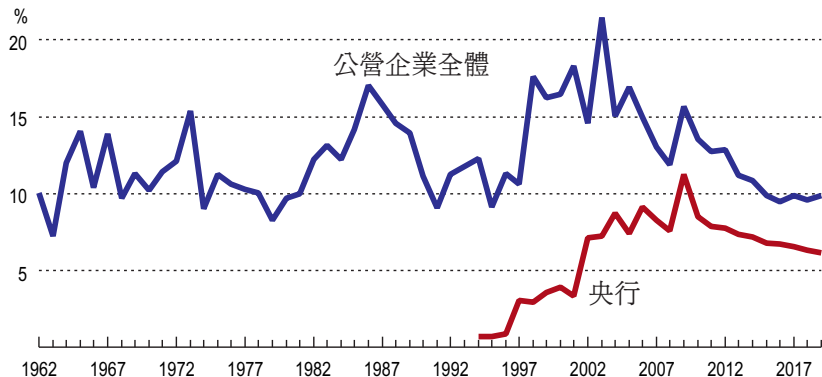
- 台灣外匯存底全球排名第6, 傲人的成就?
 - 外匯存底: 中央銀行持有的國外資產 (美元, 歐元或人民幣債券, 但黃金不計入)
 - 台灣國外資產總額 = 外匯存底 + 民間持有的國外資產
- 央行如何累積外匯? 努力印鈔票在外匯市場買外匯
- 另一項「成就」, 央行盈餘繳庫多

央行盈餘繳庫 (占中央政府歲入比率)



- 台灣央行盈餘繳庫, 2010–19年, 每年約 1,800 億元, 占歲入約 10%
2020年, 1,650 億元; 2021年, 1,651 億元; 2022年, 1,750 億元
- 2017年, 美國聯準會盈餘繳庫 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 (央行也是公營企業)
- 公營企業無效率, 為何有鉅大盈餘? — 獨占

央行盈餘為何那麼高?

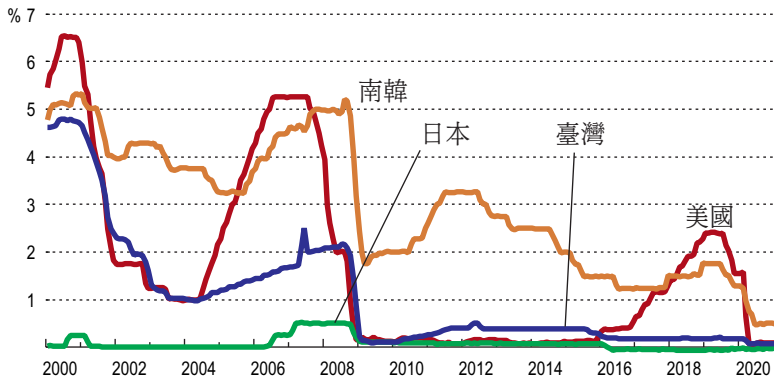
央行盈餘:

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

國內外利差 = 國外利率 - 國內利率 (央行定期存單之利率)

- 如何提高盈餘? 累積外匯 + 擴大國內外利差
- 央行買匯即可累積外匯, 而且達到阻升的效果
- 台灣央行無法影響國外利率, 但可以壓低國內利率, 低利率政策使國內外利差擴大

利率



- 短期拆款利率
- 日本之外, 台灣利率最低

「天下沒有白吃的午餐」

阻升加上低利率政策使央行盈餘繳庫多,但是,天下沒有白吃的午餐

- 央行繳庫的錢從哪裡來?
- 阻升與低利率的成本為何?

央行繳庫的錢從哪裡來?

央行的盈餘從哪裡來?

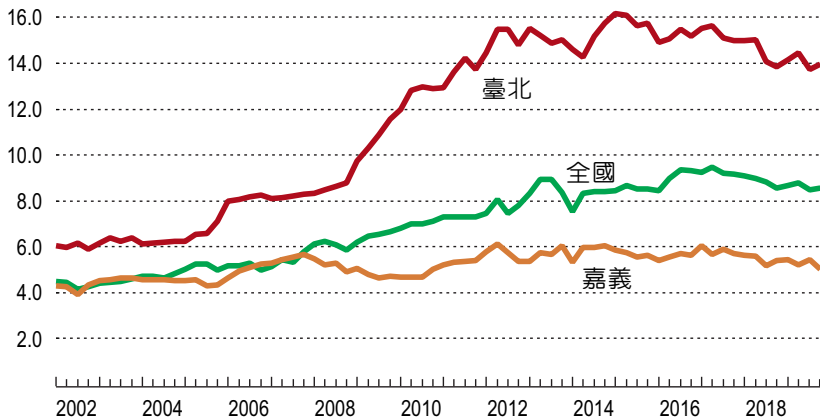
- 進口商與消費者 — 如果不阻升, 進口品價格下降
- 存款人 — 如果正常利率水準, 存款人利息收入增加
- 央行盈餘繳庫的錢來自存款人與進口商/消費者
- 央行繳庫多的受益者 — 借入者, 出口商

低利率政策的成本: 房價所得比 (affordability)

Rank (2022)	Nation	Metropolitan Market	2021	2022
1	US	Pittsburgh, PA	2.6	2.7
2	US	Rochester, NY	2.6	3.3
3	US	Buffalo, NY	2.9	3.9
89	NZ	Auckland	10.0	11.2
	Taiwan	新北	12.5	12.8
90	Canada	Vancouver, BC	13.0	13.3
91	Australia	Sydney, NWS	11.8	15.3
	Taiwan	台北	16.3	16.2
92	China	Hong Kong	20.7	23.2

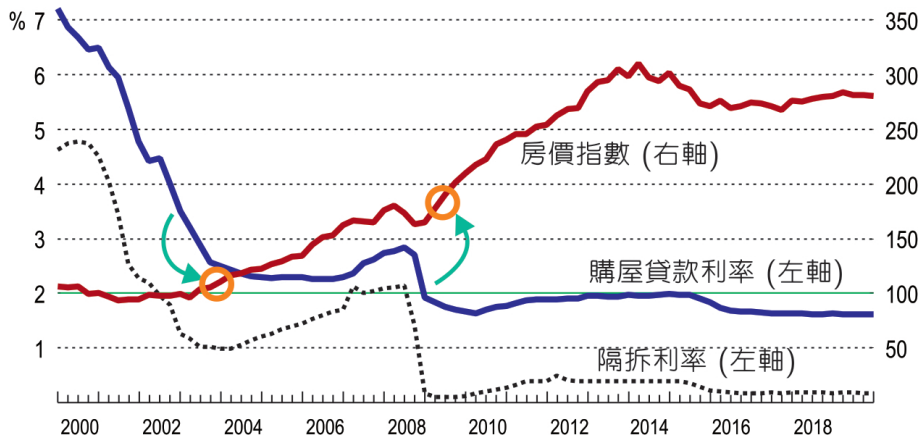
- 2021 與 2022 年, 雙北是全世界 least affordable 的兩個地區
- 來源: dhi; 台灣, 2021AQ4; 2022Q2, 內政部不動產資訊平台

房價所得比的變動



- 但是, 20年前雙北的房價尚可負擔 (affordable)
- 20年後, 為何變成 least affordable?

降息政策與房價



未來

- 政策可能出錯
- 但是, 從錯誤中學習即可避免未來再出錯

買不起的價位

- 20年來持續的低利率政策是「買不起的價位」的主要原因, 到今天變成難以收拾

「這目標太難」

- 彭淮南 (2013):
「房價上漲與貨幣政策關聯性很小」
- 立委林德福 (2021/10/1):
「能否讓房價回到一般人買得起的價位？」
楊金龍:「這目標太難, 一直以來都無法達到。」

Housing markets face a brutal squeeze, *Economist*, 2022/10/22

Australian house prices have dropped for five straight months, ... As central banks race to tame inflation, they are raising interest rates at the fastest pace in at least four decades—which is now translating into housing-market carnage.

- 升息可使房價下跌

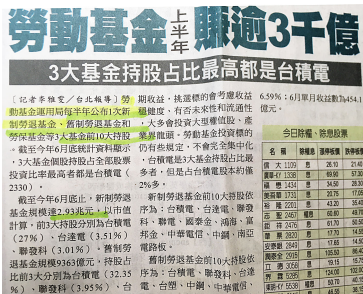
台灣貨幣政策的未來?

- 停滯性通膨, 2021/11/15
 - 立委林德福詢問:「台灣是否可能出現停滯性通膨?」
 - 楊金龍堅定回應:「我們物流非常通暢, 不會有停滯性通膨問題。」
- 楊總裁似乎不曉得「停滯性通膨」的意義?
- 台灣的貨幣政策有未來?

《致富的特權》，第 7 章

- 封閉, 不透明, 專業不足的央行制度
- 「可疑而不透明」— Anthony Fauci on China's covid policy (2022/11/29)

封閉,不透明:外匯存底之管理



- 2021/6: 台灣央行的外匯存底至少 0.6 兆美元, 約新台幣 16.8 兆元, 但從未公佈資產管理細節
- 2021/6: 勞退基金規模新台幣 2.93 兆元, 每半年公佈一次前十大持股
- 若投資報酬率提升 0.5%, 央行年收入可增加新台幣 84.0 億元



Economist, The (2006), "Alan Greenspan: Monetary Myopia," *The Economist*,
2006/1/12, URL: [www.economist.com/special-
report/2006/01/12/monetary-myopia](http://www.economist.com/special-report/2006/01/12/monetary-myopia).