

2021 總體經濟計量模型研討會
「後疫情時代的經濟政策」
台灣央行的過去與未來

吳聰敏 (台大經濟系)

2021/12/1

1. 台灣央行的貨幣政策
2. 台灣央行的過去
3. 未來

台灣央行的貨幣政策

- 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?

- 中央銀行理監事聯席會議決議, 2021/9/23

- 利率政策: 升息或降息?

「本行全體理事一致同意維持政策利率不變及調整本行選擇性信用管制措施」(2021/9/23)

- 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 28
 - 汽油價格可能是 24 元, 而不是 31.6 元 (2021/10/25)
 - 出口可能減少, 但進口可能增加
- 如果一年期定存利率是 2%, 而不是 0.8%
 - 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: 1998–2018), 楊金龍 (2018—)

“Monetary myopia”, Economist, (2006/1/4):

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

兩位總裁的 legacies

- 外匯存底 (全球排名第 6, 2021/11)
- 盈餘繳庫
- 未實現匯損 (新台幣 8,000 億元)
- 外匯資產之管理
- 高房價

#1: 外匯存底 (百萬美元)



- 台灣: 2000年之後快速成長; 5,467 億美元 (2021/10), 全球排名第6
- 美國: 2,512.4 億美元, 全球排名第14 (2021/10/1)

傲人的成就?

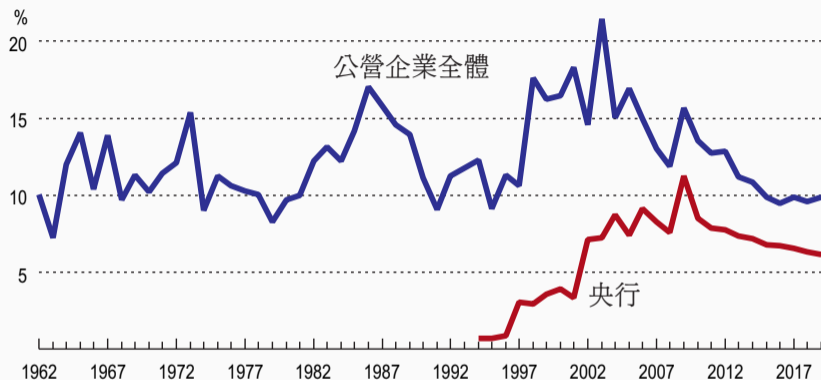
- 台灣外匯存底全球排名第6, 傲人的成就?
- 另一項成就, 央行盈餘繳庫多

#2: 未盈餘繳庫 (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, 平均 10%
- 2022 年預算繳庫 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?

外匯存底與盈餘繳庫

- **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 = 外匯存底 + 民間持有的國外資產

央行盈餘為何那麼高?

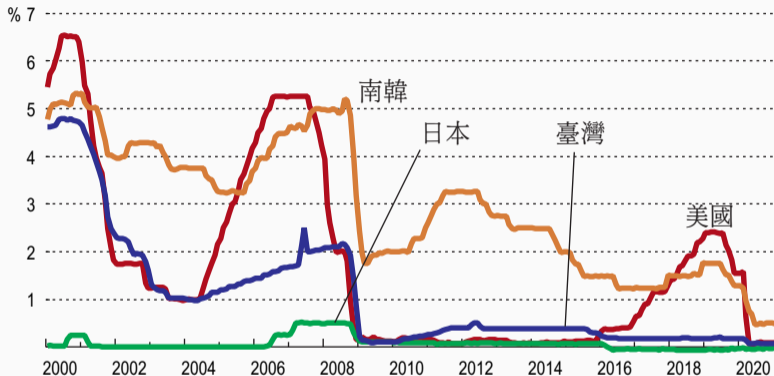
央行盈餘:

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

$$\text{國內外利差} = \text{國外利率} - \text{國內利率 (定期存單利率)}$$

- 如何提高盈餘? 累積外匯與擴大國內外利差
- 台灣央行無法影響國外利率, 但可以控制國內利率
 - 努力買外匯
 - 維持低利率

利率



- 短期拆款利率
- 日本之外, 台灣利率最低

央行繳庫的錢從哪裡來？

- 央行的盈餘從哪裡來？ — 存款人 (低利率), 進口商 (阻升)
- 央行繳庫多的受益者 — 借入者, 出口商,
- 央行盈餘繳庫的錢來自存款人與進口商/消費者

- 2000年迄今, 外匯存底從 1,000 億增加為 5,000 億美元
- 結果: 阻升新台幣

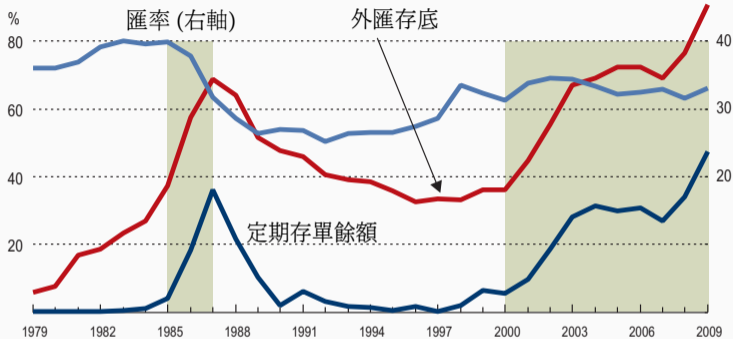
#3: 未實現匯損

- 從 2000 年迄今, 央行買入外匯之價格大多高於 30 元
- 今天的匯率以 28 元計算, 未實現匯損

$$(5,000 - 1,000) \times (30 - 28) = 8,000 \text{ 億新台幣}$$

- Bloomberg (2021/7/30): 「台灣央行 2020 年的匯兌評價損失達到 7,971.9 億元台幣」
- 「過往楊金龍面對立法委員質詢匯損疑慮時, 曾表示應該長期來看待匯率升升貶貶」(意思是, 不用擔心。)

緩慢升值政策: 1985-87年



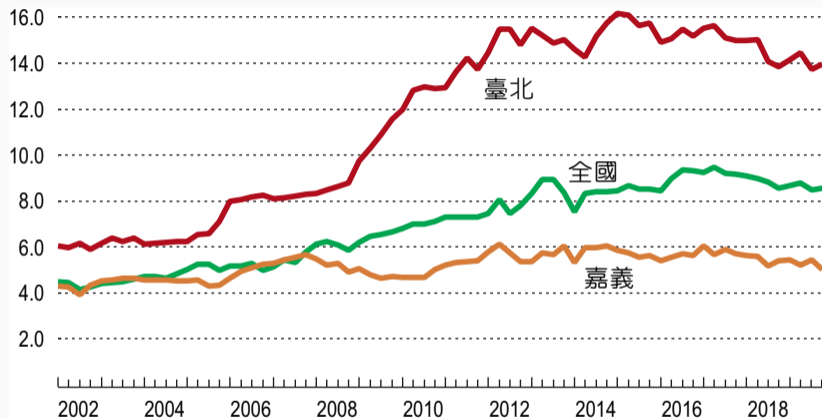
- 「截至1987年底, 央行資產淨額因為匯率變動所產生的損失為新台幣4,639億元。」(張繼正總裁)
- 金融失序, 通貨燎原, 《天下》, 96, 1989/5/1

#4: 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

#5: 房價所得比



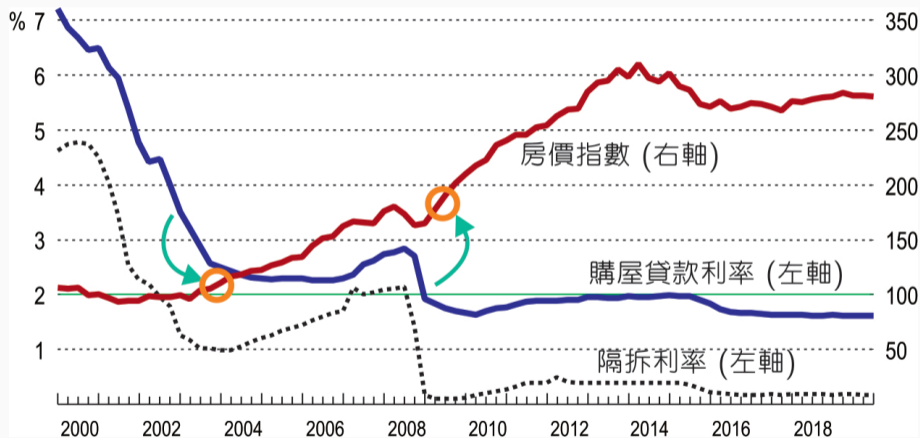
- 中位數房價/家戶年可支配所得中位數, 資料來源: 內政部地政司

房價所得比—國際比較

Rank	Nation	Metropolitan Market	Median Multiple
1	U.S.	Pittsburgh, PA	2.6
1	U.S.	Rochester, NY	2.6
3	U.S.	Buffalo, NY	2.9
4	U.S.	St. Louis,, MO-IL	3.0
89	N.Z.	Auckland	10.0
90	Australia	Sydney, NSW	11.8
91	Canada	Vancouver, BC	13.0
92	China	Hong Kong	20.7

- 2021/10: 台北, 15.8; 新北, 12.1
- 來源: Demographia International Housing Affordability (2021); 房價

房價與利率無關?



兩位總裁的 legacies

- 外匯存底 (全球第 6)
- 盈餘繳庫高 — 損害財政收支結構
- 未實現匯損 (新台幣 8,000 億元)
- 外匯資產之管理 (外界不知道是如何管理的)
- 高房價 (台北市, 全球第 2?)

- 貨幣政策的威力 (power)
- 受益者
- 受害者: 低薪、無殼的一代

未來

未來:「這目標太難」

買得起的房價 (2021/10/1):

- 立委林德福:「能否讓房價回到一般人買得起的價位?」
- 央行總裁楊金龍:「這目標太難,一直以來都無法達到。」

財長:囤房稅不是萬靈丹 (2021/11/4)

- 「... 要有很多配套, 包含利率、資金回流、成本面的問題, 並非財政部可獨力解決的, 財政部願意在稅的部分去評估。」

停滯性通膨

- 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。」
- 停滯性通膨 (stagflation) 是指景氣衰退與物價膨脹同時出現, 但楊總裁似乎不曉得「停滯性通膨」的意義?
- 台灣貨幣政策的未來?