

國立中央大學財務金融系

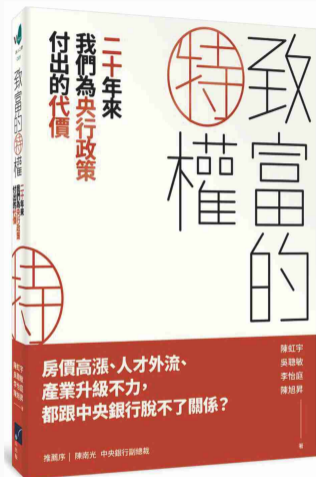
# 台灣央行的過去與未來

---

吳聰敏 (台大經濟系)

2022/5/14

# 《致富的特權》



- 陳虹宇等 (2021)

1. 貨幣政策的歷史
2. 台灣央行的貨幣政策
3. 台灣央行的過去
4. 未來

# 貨幣政策的歷史

---

- 貨幣政策: 央行控制貨幣供給數量之政策
- 早期 (20世紀初), 貨幣政策的目標是穩定匯率, 以促進國際貿易
- 1929-33年的經濟大恐慌之後, 貨幣政策的目標轉為提升就業

## 菲利浦曲線 (1958)

- Phillips curve: 失業率與物價膨脹率有反向變動的關係, 變成貨幣政策的基礎; 景氣衰退時採寬鬆貨幣政策
- 停滯性膨脹 (Stagflation): 1970年代菲利浦曲線「消失」
- 貨幣政策的操作方法改變 (The Economist, 2015)

*“to make the path of policy clear and predictable to the public”*

- “Powell Reiterates Half-Point Hikes Are Likely in June and July” (Miller, 2022)

# 停滯性膨脹之後

- 貨幣政策的目標?
- Milton Friedman 主張以貨幣供給成長率為目標, 但事後發現, 效果不佳
- Inflation target: 2%
- 2022/4 物價膨脹率
  - 美國 8.3%
  - 台灣 3.4% (低估)

# 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 (彭淮南時代): 阻升 (求高成長率)



# 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?

- 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0.25個百分點,分別由年息1.125%、1.5%及3.375%調整為1.375%、1.75%及3.625%」(2022/3/17)

- 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: 1998/2/15–2018/2/15), 楊金龍

- Greenspan 的 legacy (The Economist, [2006](#))

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

# 彭總裁的 legacy

- 外匯存底 (全球排名第 6, 2021/11)
- 盈餘繳庫
- 未實現匯損 (新台幣 11,563 億元, 2020 年底)
- 外匯資產之管理
- 高房價



# #1: 外匯存底 (百萬美元)



- 台灣: 1998/4 起快速成長; 2021/10 為 5,467 億美元, 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?

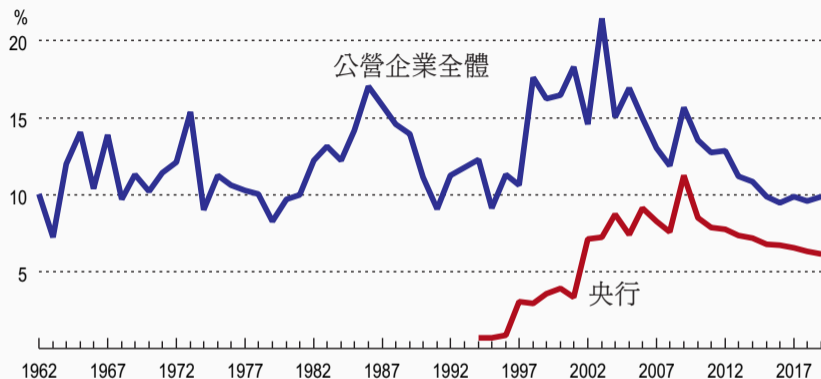
- 台灣外匯存底全球排名第6, 傲人的成就?
  - **外匯存底**: 中央銀行持有的國外資產 (美元, 歐元或人民幣債券, 但黃金不計入)
  - 台灣國外資產 = 外匯存底 + 民間持有的國外資產
- 另一項「成就」, 央行盈餘繳庫多

## #2: 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
- 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?

# 央行盈餘為何那麼高?

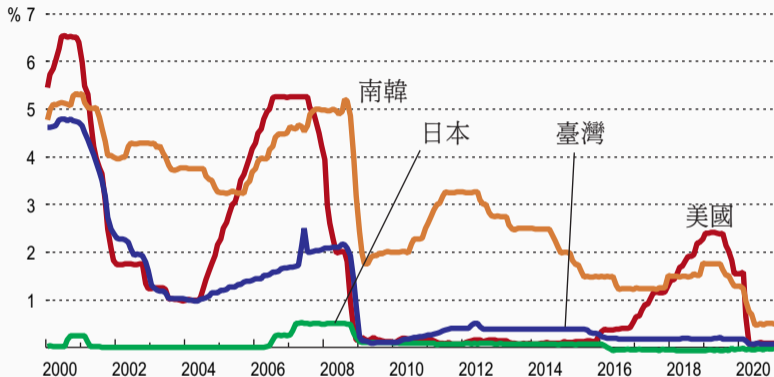
央行盈餘:

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

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

- 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 (阻升)
  - 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？

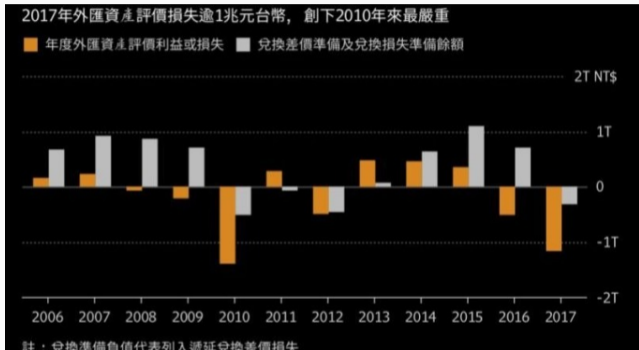
- 央行的盈餘從哪裡來？ — 存款人 (低利率), 進口商 (阻升)
- 央行繳庫多的受益者 — 借入者, 出口商
- 央行盈餘繳庫的錢來自存款人與進口商/消費者

# 阻升的後果

- 1998年底迄今, 外匯存底從903.4億增加為5,467億美元
- 阻升新台幣
- 後果之一: 匯兌評價損失

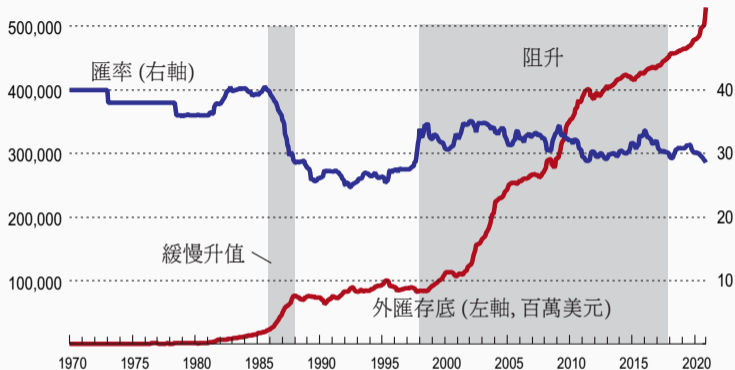


### #3: 匯兌評價損失



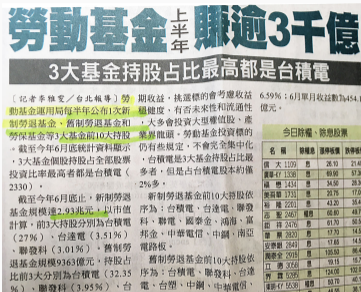
- 2017年匯損: 11,563億元, 占當年GDP的6.4%
- 2020年: 7,971.9億元

# 緩慢升值政策: 1985-89年



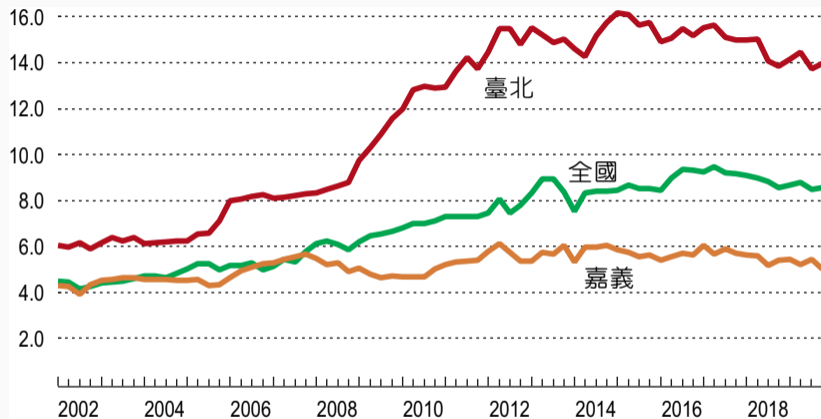
- 匯兌損失將近 3,500 億元, 立委要求央行總裁辭職, 張繼正:「並無過失之處, 不必為此引咎辭職」(《聯合報》, 1987/11/17)
- 「過往楊金龍面對立法委員質詢匯損疑慮時, 曾表示應該長期來看待匯率升升貶貶」(2021/7/30)

# #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



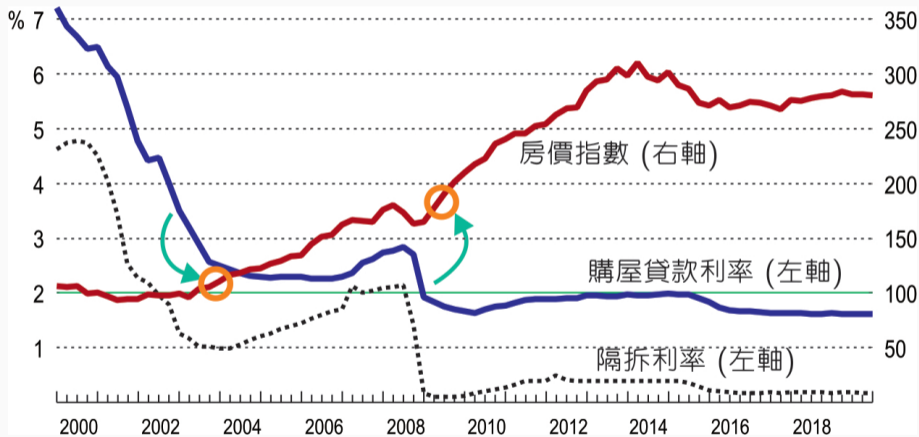
- 中位數房價/家戶年可支配所得中位數, 資料來源: 內政部地政司

# 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?



未來

---

《致富的特權》，第7章

- 封閉, 不透明, 專業不足的央行制度



# 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。」
- 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?

# 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。」


## 參考文獻

---

 陳虹宇, 吳聰敏, 李怡庭, 與陳旭昇 (2021), 《致富的特權: 二十年來我們為央行政策付出的代價》, 台北: 春山。

 Miller, Rich (2022), "Powell Reiterates Half-Point Hikes Are Likely in June and July," *Bloomberg*, 2022/5/13, URL:  
<https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-05-12/powell-reiterates-half-point-hikes-are-likely-in-june-and-july>.

 The Economist (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).

 —— (2015), "Why the Fed targets 2% Inflation," *The Economist*, 2015/9/13, URL: <https://www.economist.com/the-economist-explains/2015/09/13/why-the-fed-targets-2-inflation>.