

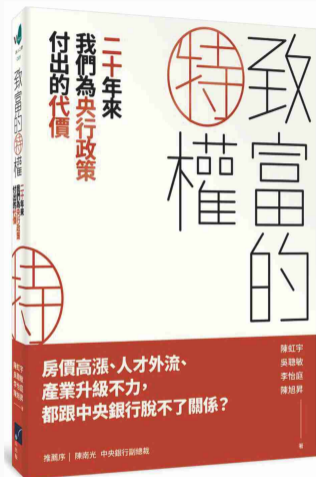
東吳大學「貨幣金融專題討論」

台灣央行的過去與未來

吳聰敏 (台大經濟系)

2022/10/19

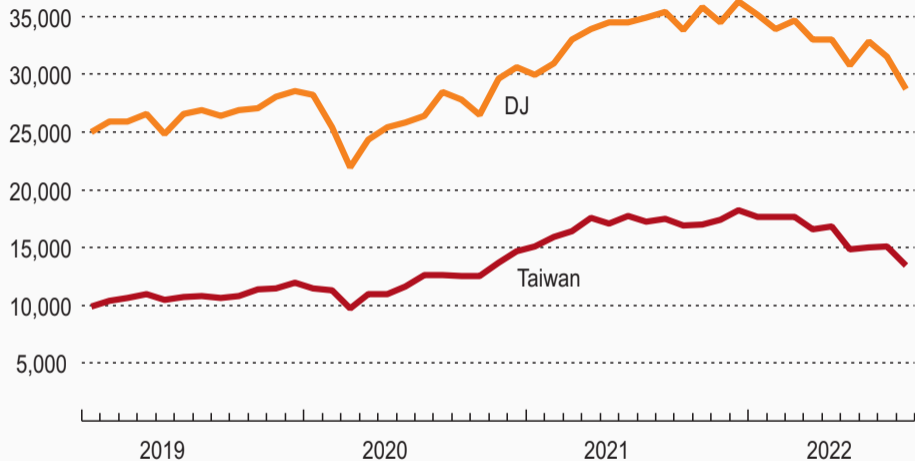
《致富的特權》



- 陳虹宇等 (2021)

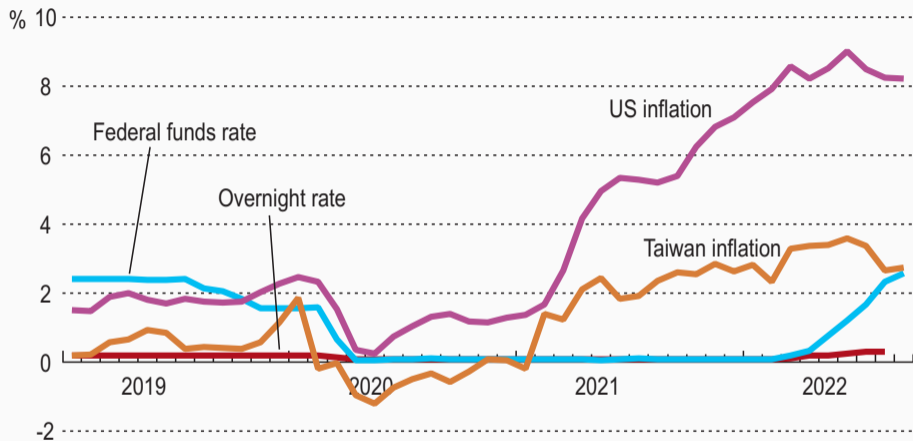
1. 台灣央行的貨幣政策
2. 台灣央行的過去
3. 未來

股價指數



- 股價變動的因素?

物價膨脹與利率



- 2022年, federal funds rate 為何上升?

- 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 (求盈餘繳庫 + 出口成長)

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0.125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 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

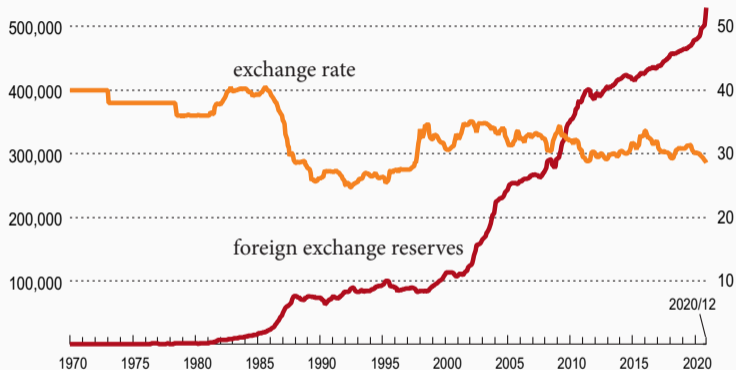
- 聯準會主席: Alan Greenspan (任期: 1987–2006)
- 央行總裁: 彭淮南 (任期: 1998/2/15–2018/2/15), 楊金龍

- 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***

- 外匯存底 (全球排名第 4, 2022/9) [wiki]
- 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?

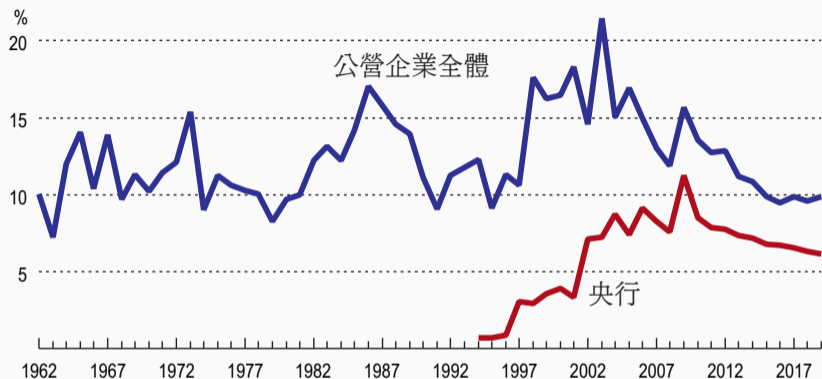
- 台灣外匯存底全球排名第4, 傲人的成就?
 - 外匯存底: 中央銀行持有的國外資產 (美元, 歐元或人民幣債券, 但黃金不計入)
 - 台灣國外資產 = 外匯存底 + 民間持有的國外資產
- 另一項「成就」, 央行盈餘繳庫多

#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?

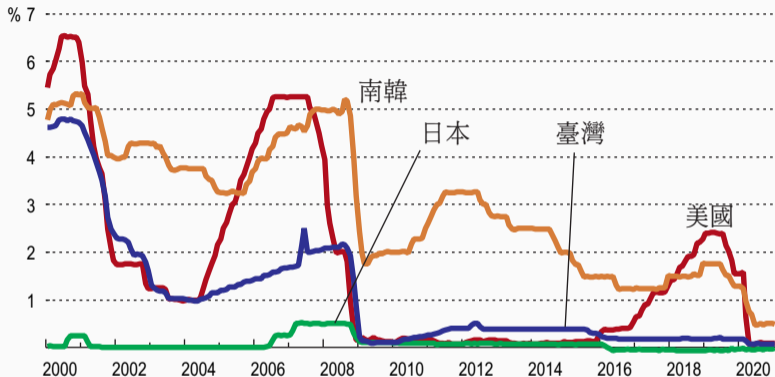
央行盈餘:

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

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

- 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)
 - 努力降息 (低利率)

利率



- 短期拆款利率
- 日本之外, 台灣利率最低

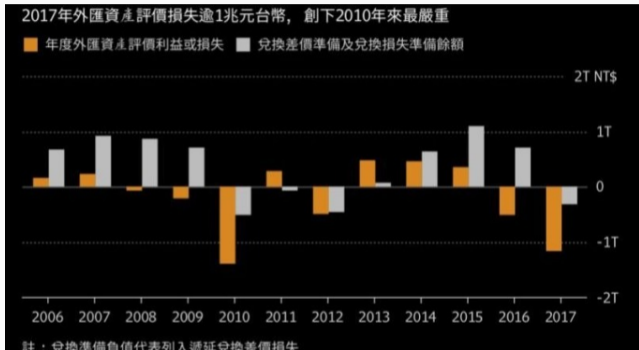
央行繳庫的錢從哪裡來？

- 央行的盈餘從哪裡來？
 - 存款人 — 如果正常利率水準, 存款人利息收入增加
 - 進口商 — 如果不阻升, 進口品價格下降
- 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

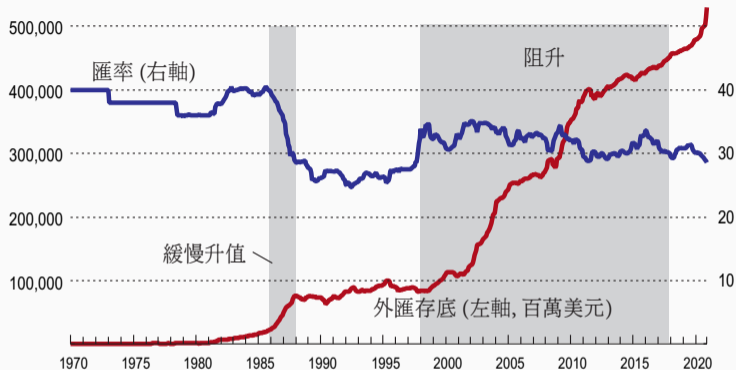
- 1998年底迄今, 外匯存底從903.4億增加為5,411.1億美元 (2022/9)
- 阻升新台幣
- 後果之一: 匯兌評價損失

#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

勞動基金上半年賺逾3千億

3大基金持股占比最高都是台積電

〔記者李維安／台北報導〕勞動基金運用局每半年公布1次新制勞退基金、舊制勞退基金和勞保基金等3大基金前10大持股。截至今年6月底統計資料顯示，3大基金個股持股占全部股票投資比率最高者都是台積電（2330）。

截至今年6月底止，新制勞退基金規模達2.93兆元，以市值計算，前3大持股分別為台積電（27%）、台達電（3.51%）、聯發科（3.01%）。舊制勞退基金規模9363億元，持股占前3大分別為台積電（32.35%）、聯發科（3.95%）、台

期收益，挑選標的會考慮收益穩健度，有否未來性和流通性，大多會投資大型權值股、產業龍頭。勞動基金投資標的仍有些規定，不會完全集中化，台積電是3大基金持股占比最多者，但是占台積電股本約僅2%多。

新制勞退基金前10大持股依序為：台積電、台達電、聯發科、聯電、國泰金、鴻海、富邦金、中華電信、中鋼、南亞電路板。

舊制勞退基金前10大持股依序為：台積電、聯發科、台達電、台塑、中鋼、中華電信、

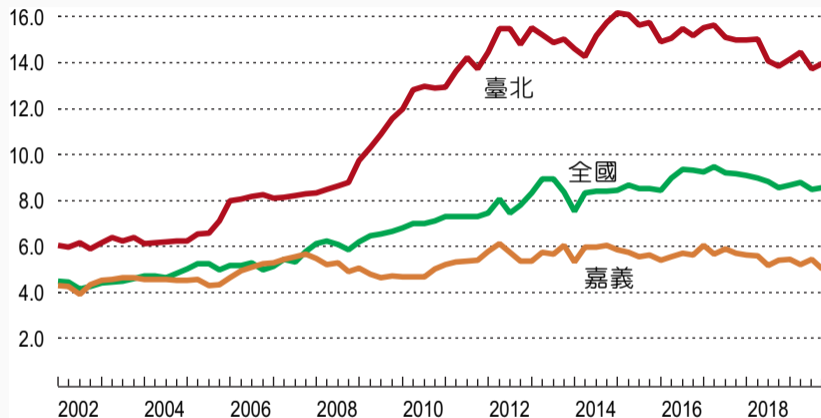
6.59%；6月單月收益數為454.1億元。

今日除權、除息股票

名稱	除權息	漲停板價	跌停板價
廣 大 1109	息	26.19	21.48
廣 華 1338	息	69.66	57.30
廣 豐 1434	息	34.58	28.33
廣 新 1731	息	28.78	17.05
裕 隆 2201	息	43.20	35.43
元 豐 2467	權息	66.80	48.73
廣 裕 2476	息	61.70	50.58
廣 華 2820	息	17.70	14.85
安 泰 2849	息	17.85	14.90
廣 發 2918	息	125.53	98.40
江 豐 3768	息	92.15	67.70
齊 豐 5285	息	124.08	102.90
廣 裕 5538	權息	53.78	46.15
廣 裕 57	息	44.58	36.15

- 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



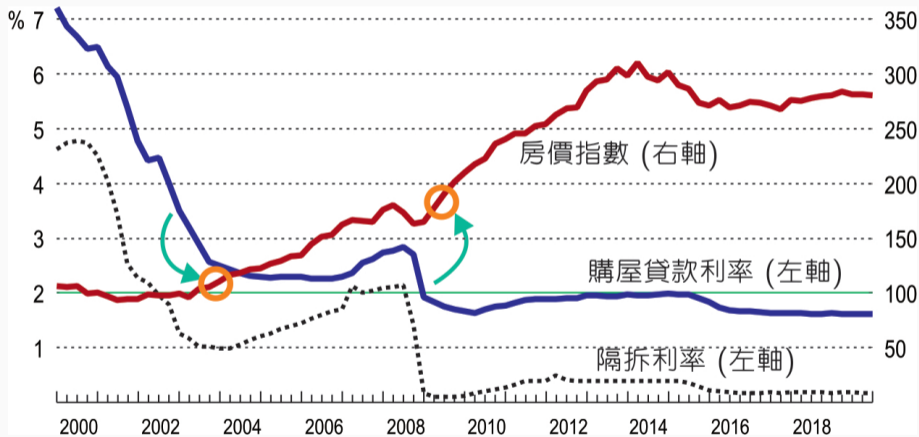
- 中位數房價/家戶年可支配所得中位數, 資料來源: 內政部地政司

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。



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