

國立中央大學財務金融所

台灣央行的貨幣政策: 阻升與低利率

吳聰敏 (台大經濟系)

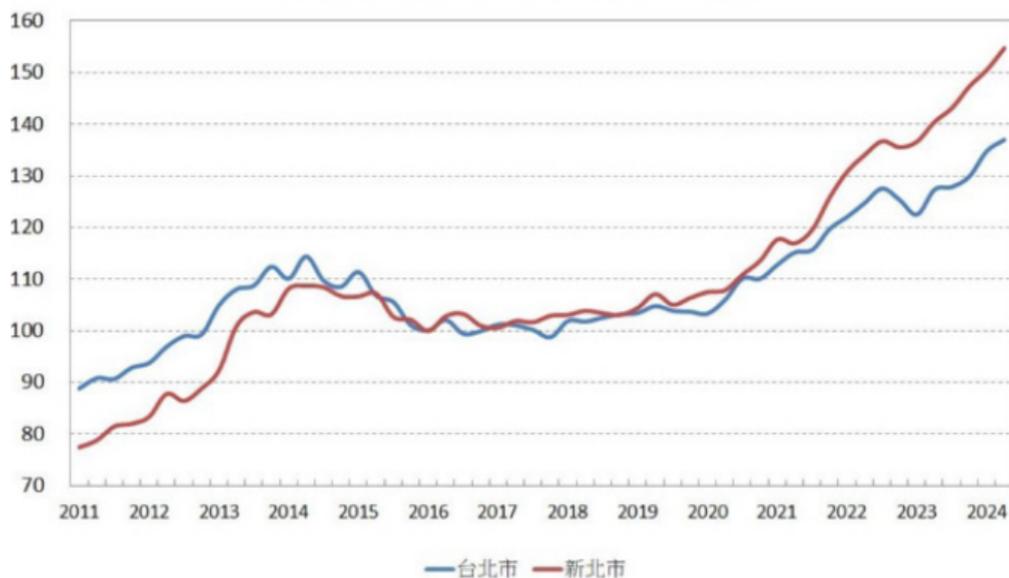
2024/9/27

1. 貨幣政策
2. 阻升與低利率政策
3. 台灣央行的過去
4. 如何抑制房價飆漲?

- 本行重貼現率 ... 分別維持年息 2%
- 2023 年下半年起, 房市交易成長回升, 房價漲幅擴大 ... 為進一步強化管理銀行信用資源, 抑制房市投機與囤房行為, ... 自然人第 2 戶購屋貸款最高成數由 6 成降為 5 成, 並擴大實施地區至全國

雙北的房價 (至 2024Q2)

信義房價指數歷年走勢圖：台北市、新北市



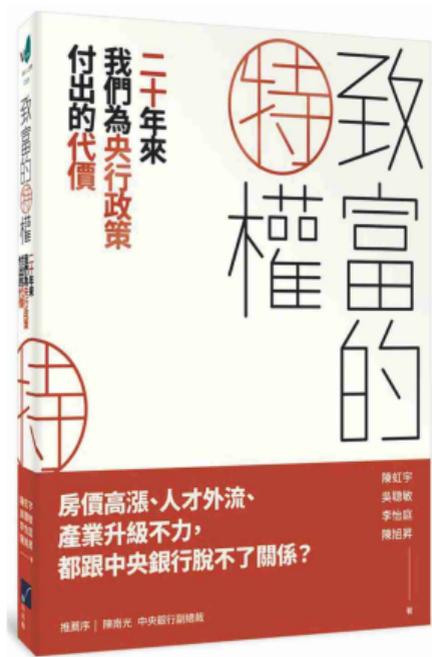
- 雙北房價並非「2023年下半年起回升」, 2020年就開始上升
- 信義房價指數

- 何謂「房市投機與囤房」?

- 何謂「房市投機與囤房」?
- 為何要抑制?

- 何謂「房市投機與囤房」?
- 為何要抑制?
- 如何抑制?

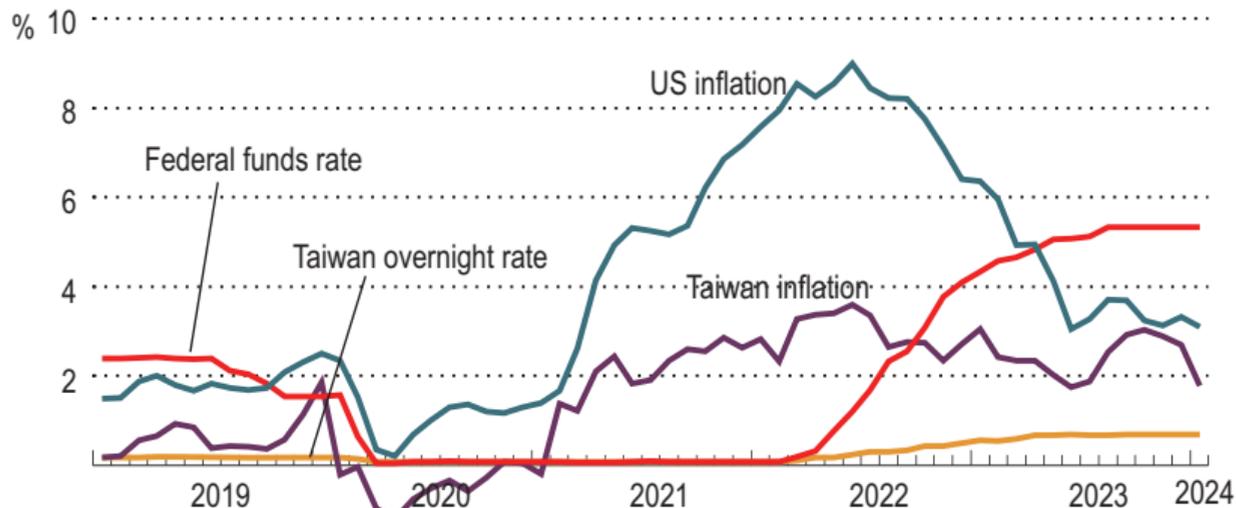
《致富的特權》：台灣貨幣政策的迷思



- 「外匯存底高是傲人的成就」
- 「央行盈餘繳庫多是貢獻」
- 「14A 總裁」
- 房價所得比全世界名列前茅
- 「建商哄抬？」

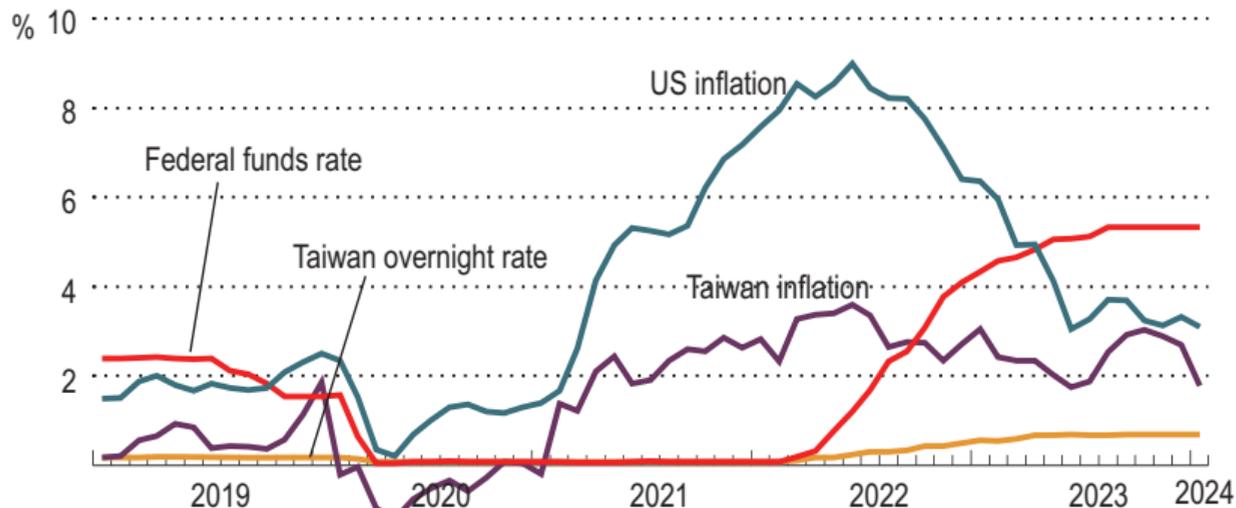
貨幣政策

物價膨脹與利率



- 2024/2, federal funds rate 5.33%; 2024/9/18 調降至 4.75-5%
2024/1, 台灣隔拆利率 0.687%; 2024/9/25: 0.824%
- Fed 的升息與降息, 是為了通膨

物價膨脹與利率



- 2024/2, federal funds rate 5.33%; 2024/9/18 調降至 4.75–5%
2024/1, 台灣隔拆利率 0.687%; 2024/9/25: 0.824%
- Fed 的升息與降息, 是為了通膨
- 台灣通膨率低是假象, 因為經濟部凍漲油電價格

- 歐美央行: 貨幣政策即利率政策 (升息/降息)
- 台灣央行: 以匯率政策為主 (阻升), 利率政策為輔

- 歐美央行: 升息/降息
在通膨率不超過 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
求出口成長 + 盈餘繳庫
(不太關注通膨, 因為經濟部凍漲油電 ...)

阻升與低利率政策

- 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

- 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。」

- 如果美元匯率是 20, 而不是 30
 - 汽油價格可能是 24 元, 而不是 30.8 元 (2024/9)
 - 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 1.7% (2024/9)
 - 存款人利息收入增加, 廠商借入的成本上升
 - 房貸利率上升 (但是,

- 如果美元匯率是 20, 而不是 30
 - 汽油價格可能是 24 元, 而不是 30.8 元 (2024/9)
 - 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 1.7% (2024/9)
 - 存款人利息收入增加, 廠商借入的成本上升
 - 房貸利率上升 (但是, 房價可能下跌)

- 如果美元匯率是 20, 而不是 30
 - 汽油價格可能是 24 元, 而不是 30.8 元 (2024/9)
 - 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 1.7% (2024/9)
 - 存款人利息收入增加, 廠商借入的成本上升
 - 房貸利率上升 (但是, 房價可能下跌)
- 台灣的房價問題, 要從彭淮南年代開始說起

台灣央行的過去

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

- Greenspan 的 legacy (*Economist*, 2006)

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

彭淮南 (1998–2018) 的 legacy

- 外匯存底 (全球排名第6, 2024/4) [wiki]
- 央行盈餘繳庫驚人
- 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; 2024/4 為 5,681.1 億美元, 全球排名第 6
- 美國: 2,427.8 億美元, 全球排名第 14 (2024/3)

傲人的成就?

- 台灣外匯存底全球排名第6, 為何是傲人的成就?

傲人的成就?

- 台灣外匯存底全球排名第6, 為何是傲人的成就?
 - **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

傲人的成就?

- 台灣外匯存底全球排名第6, 為何是傲人的成就?
 - **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?

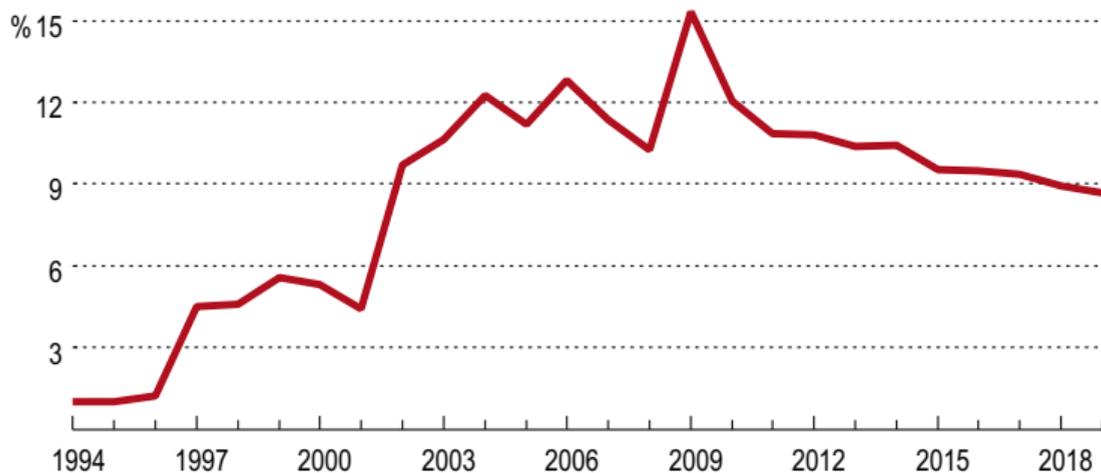
傲人的成就?

- 台灣外匯存底全球排名第6, 為何是傲人的成就?
 - **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**

傲人的成就?

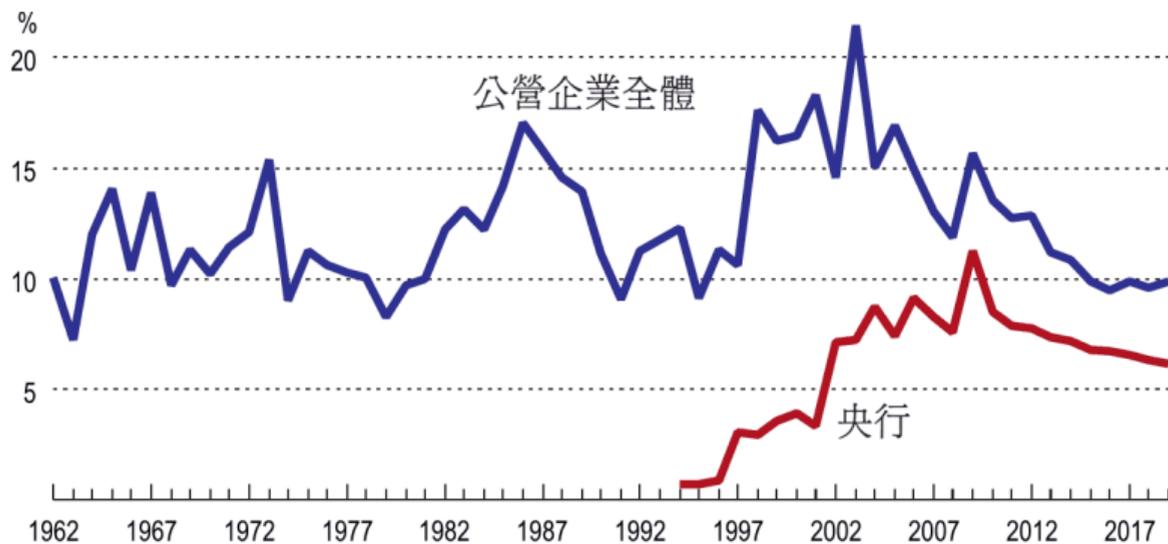
- 台灣外匯存底全球排名第6, 為何是傲人的成就?
 - **外匯存底**: 中央銀行持有的國外資產 (美元, 歐元或人民幣債券, 但黃金不計入)
 - 台灣國外資產總額 = 外匯存底 + 民間持有的國外資產
- 央行如何累積外匯? **努力印鈔票在外匯市場買外匯**
- 如果央行不買外匯, 外匯存底不變, 但民間國外資產增加; 換言之, **央行買外匯不會使台灣的國外資產總額增加**

央行盈餘繳庫 (占中央政府歲入比率)



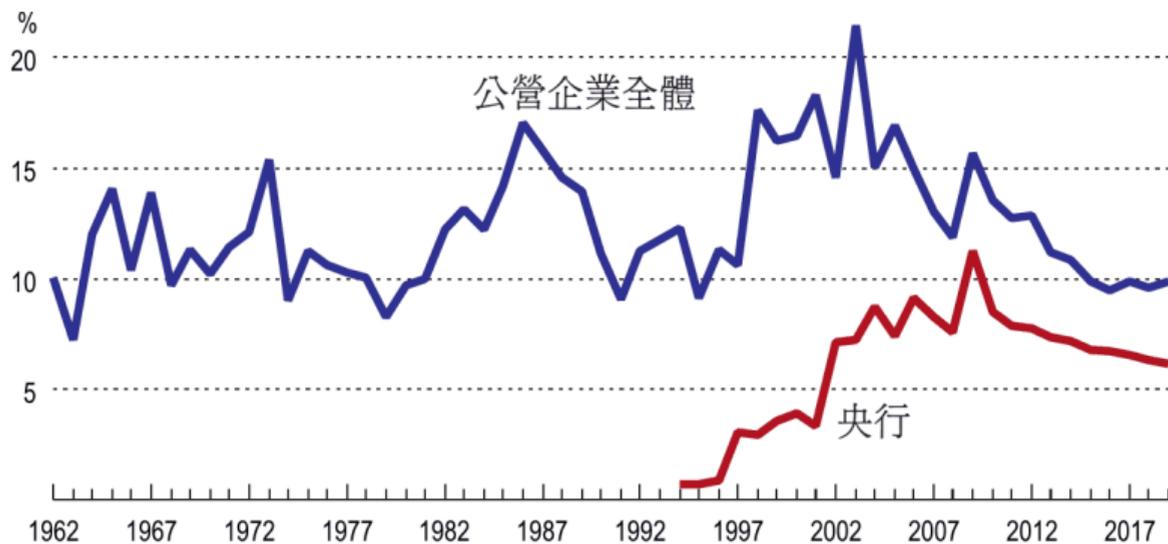
- 台灣央行盈餘繳庫, 2010–2019年占歲入約10%, 2022年為1,750億元; 2023年, 1,800億元, 預計2024年為2,000億元
- 2017年, 美國 Fed 盈餘繳庫 806億美元, 占聯邦政府歲入: 2.43%; 2023年第3季, Fed 出現虧損 (國會議員無人質疑)

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?

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:

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

$$\text{國內外利差} = \text{國外利率} - \text{國內利率 (央行定期存單之利率)}$$

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?

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

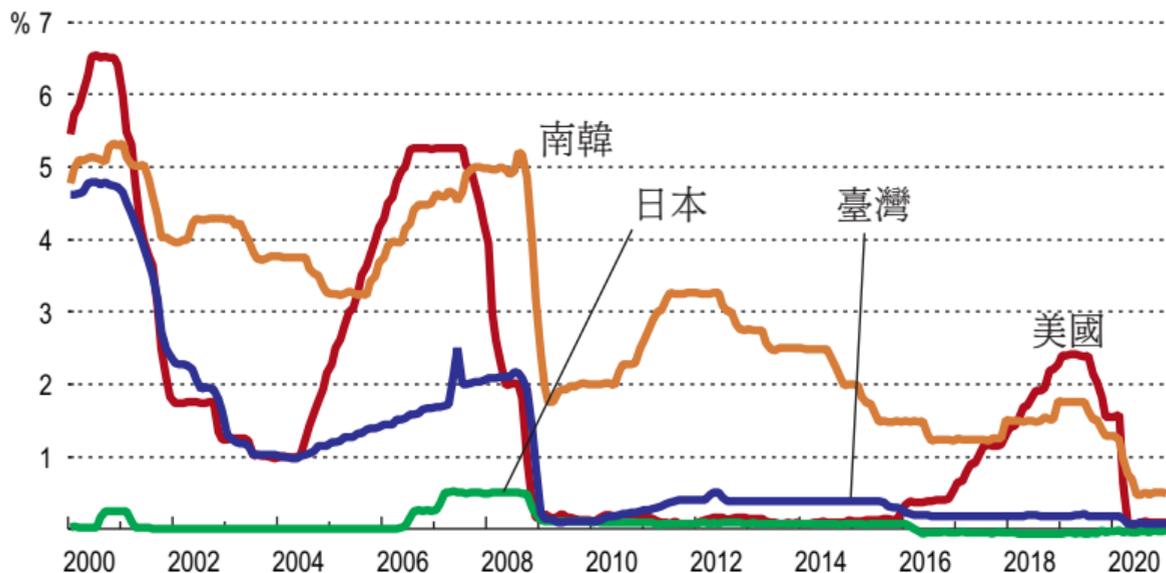
央行盈餘為何那麼高?

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



- 短期拆款利率
- 日本之外, 台灣利率最低

- 阻升加上低利率政策使央行盈餘繳庫多

「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

「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?
 - 阻升與低利率政策的成本為何?

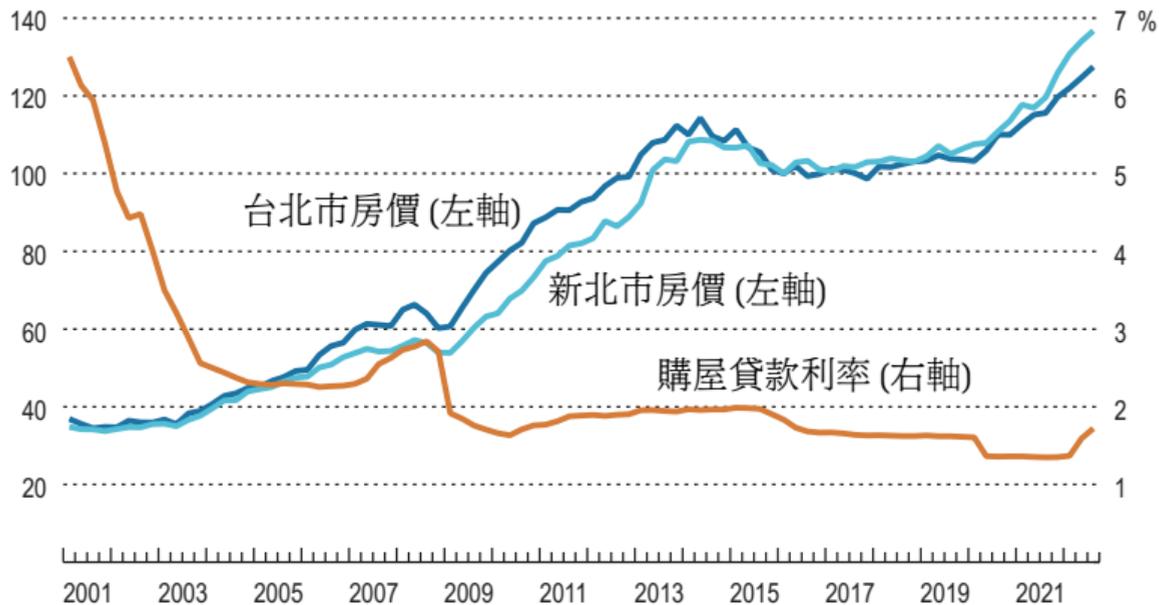
央行繳庫的錢從哪裡來?

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

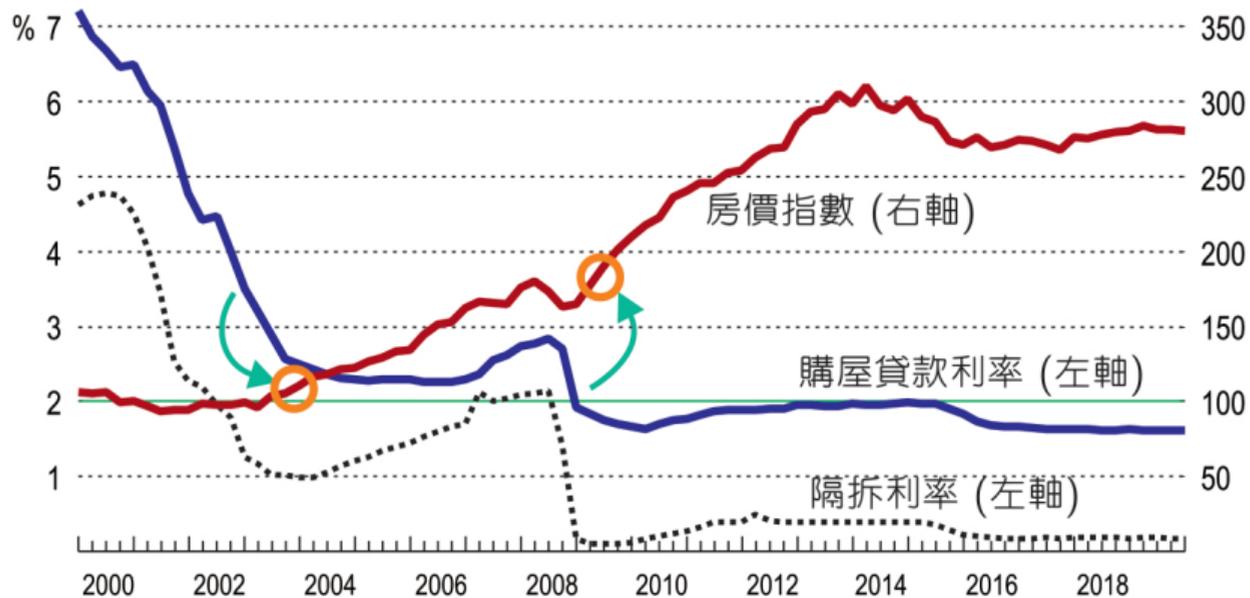
- 低利率政策的成本之一: 房價飆漲

利率與房價



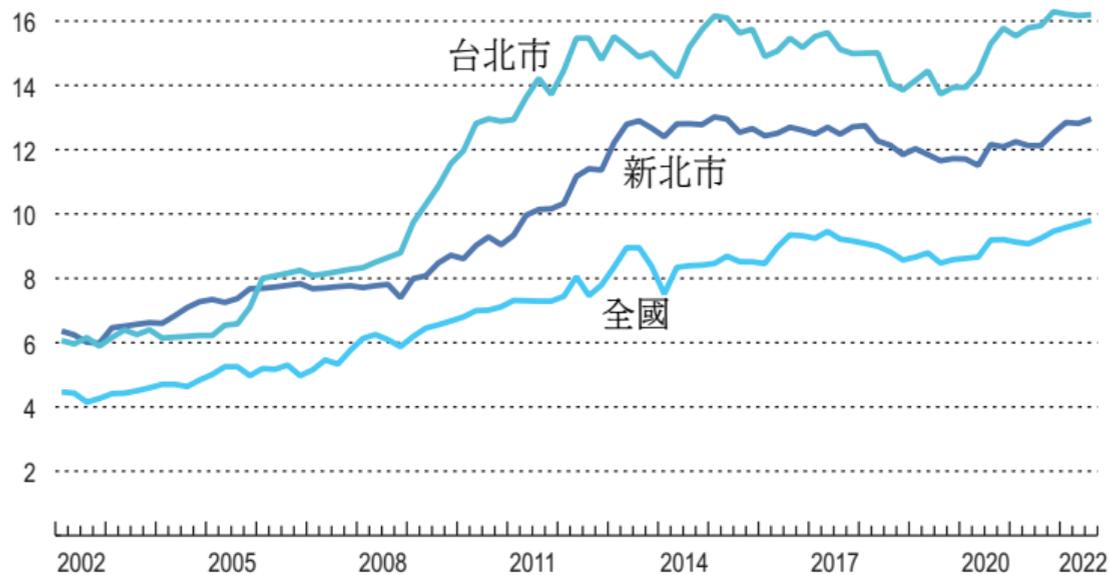
- 房價為何飆漲? 官員認為是建商哄抬

降息政策與房價



- 房價為何飆漲? 央行哄抬!

房價所得比的變動



- 2000年代初期, 雙北的房價所得比略高於6.0, 房價尚可負擔 (affordable)

房價所得比的變動



- 2000年代初期, 雙北的房價所得比略高於6.0, 房價尚可負擔 (affordable)
- 2024Q1: 台北市, 16.1, 新北市, 13.4, 全國, 10.4

低利率政策的成本: 房價所得比 (affordability)

Rank (2022)	Nation	Metropolitan Market	2021	2022 (Q3)	2023 (Q3)
1	US	Pittsburgh, PA	2.6	3.1	3.1
2	US	Rochester, NY	2.6	3.2	3.4
7	US	Buffalo, NY	2.9	3.7	3.6
88	NZ	Auckland	10.0	10.8	8.2
92	Canada	Vancouver, BC	13.0	12.0	12.3
	Taiwan	新北市	12.5	13.0	12.9
93	Australia	Sydney, NWS	11.8	13.3	13.8
	Taiwan	台北市	16.3	16.2	15.7
94	China	Hong Kong	20.7	18.8	16.7

- 來源: [Demographia International Housing Affordability](#);
台灣, 內政部不動產資訊平台, 2021年為 Q4

如何抑制房價飆漲?

「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。」

- 2000年初迄今,房價飆漲,主要原因是土地價格飆漲

- 2000年初迄今,房價飆漲,主要原因是土地價格飆漲
- 若民衆預期某股價將來會上漲,他就會借錢買股票

- 2000年初迄今,房價飆漲,主要原因是土地價格飆漲
- 若民衆預期某股價將來會上漲,他就會借錢買股票
- 若民衆預期房價將來會上漲,他就會借錢買房

- 2000年初迄今,房價飆漲,主要原因是土地價格飆漲
- 若民衆預期某股價將來會上漲,他就會借錢買股票
- 若民衆預期房價將來會上漲,他就會借錢買房
- 央行的政策: 抑制放款 (利率上升)

- 2000年初迄今,房價飆漲,主要原因是土地價格飆漲
- 若民衆預期某股價將來會上漲,他就會借錢買股票
- 若民衆預期房價將來會上漲,他就會借錢買房
- 央行的政策: 抑制放款 (利率上升)
- 但是, 若民衆預期房價上漲率高於利率, 他仍然要設法借錢買房

- 彭淮南獲頒清大名譽經濟學博士學位 (2021/4/29):
「處理房價上漲採提高利率的方法是大而不當的措施, 也會傷及無辜, ... 廣建社會住宅才能更健全房市。」

- 彭淮南獲頒清大名譽經濟學博士學位 (2021/4/29):
「處理房價上漲採提高利率的方法是大而不當的措施, 也會傷及無辜, ... 廣建社會住宅才能更健全房市。」
- 彭淮南同意利率會影響房價

- 彭淮南獲頒清大名譽經濟學博士學位 (2021/4/29):
「處理房價上漲採提高利率的方法是大而不當的措施, 也會傷及無辜, ... 廣建社會住宅才能更健全房市。」
- 彭淮南同意利率會影響房價
- Fed 主席鮑爾 (Jerome Powell) 在瑞典中央銀行所舉辦的一場研討會裡說 (2023/1):
「我希望有不痛苦地解決通膨問題的方法, 但並沒有。」

吳聰敏 (2023, 頁 495):

“彭淮南任內的台灣央行,「專業、正直與負責」三個標準都不及格,他在2018年卸任時,留下了盈餘繳庫與高房價等種種問題,台灣社會付出極高的代價。”

《致富的特權》，第7章

- 封閉, 不透明, 專業不足的央行制度

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

參考文獻



吳聰敏 (2023), 《台灣經濟四百年》, 台北: 春山出版。



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