

國立台灣大學經濟系

台灣央行的貨幣政策: 阻升與低利率

吳聰敏 (台大經濟系)

2025/3/4

1. *“Wu Nu”*
2. 利率政策與匯率政策
3. 阻升與低利率政策
4. 房價如何回到正常水準?

“Wu Nu”

- “Ms Jao is reluctant to become a *wu nu*, or “housing slave” (*Economist*, 2025.1.30)

- “Ms Jao is reluctant to become a *wu nu*, or “housing slave” (*Economist*, 2025.1.30)
- In Taipei, median house prices are **16 times the median income**. That is a higher ratio than New York (9.8), London (14), or Seoul (13).

- “Ms Jao is reluctant to become a *wu nu*, or “housing slave” (*Economist*, 2025.1.30)
- In Taipei, median house prices are **16 times the median income**. That is a higher ratio than New York (9.8), London (14), or Seoul (13).
- The United Nations considers a housing price-to-income ratio of three to be affordable.

- “Ms Jao is reluctant to become a *wu nu*, or “housing slave” (*Economist*, 2025.1.30)
- In Taipei, median house prices are **16 times the median income**. That is a higher ratio than New York (9.8), London (14), or Seoul (13).
- The United Nations considers a housing price-to-income ratio of three to be affordable.
- The average Taiwanese household spent nearly half of their disposable income on mortgage payments in the second quarter of 2024. **In Taipei, they spent more than 70%.**

"crazy panic buying"

- One-fifth of homes are empty, according to the latest census. And nearly a quarter of properties built in the past five years are unoccupied.

"crazy panic buying"

- One-fifth of homes are empty, according to the latest census. And nearly a quarter of properties built in the past five years are unoccupied.
- Average home prices in Taipei have **tripled** since 2000, according to one index.

“crazy panic buying”

- One-fifth of homes are empty, according to the latest census. And nearly a quarter of properties built in the past five years are unoccupied.
- Average home prices in Taipei have **tripled** since 2000, according to one index.
- Taiwan’s government has focused on providing rent subsidies and social housing.

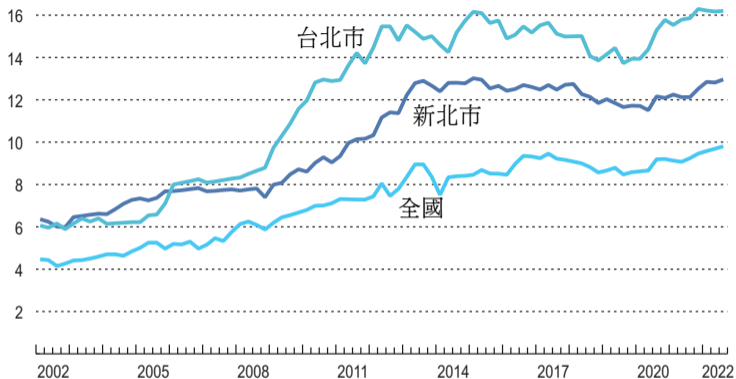
“crazy panic buying”

- One-fifth of homes are empty, according to the latest census. And nearly a quarter of properties built in the past five years are unoccupied.
- Average home prices in Taipei have **tripled** since 2000, according to one index.
- Taiwan’s government has focused on providing rent subsidies and social housing.
- In 2023 it also expanded a housing-loan programme for first-time buyers. ... Many young Taiwanese jumped into “crazy panic buying”.

“crazy panic buying”

- One-fifth of homes are empty, according to the latest census. And nearly a quarter of properties built in the past five years are unoccupied.
- Average home prices in Taipei have **tripled** since 2000, according to one index.
- Taiwan’s government has focused on providing rent subsidies and social housing.
- In 2023 it also expanded a housing-loan programme for first-time buyers. ... Many young Taiwanese jumped into “crazy panic buying”.
- Last year an index of rental prices in Taiwan hit an all-time high.

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

房價所得比

Rank	Nation	Metropolitan Market	2021	2022 (Q3)	2024
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	13.7
93	Australia	Sydney, NWS	11.8	13.3	13.8
	Taiwan	台北市	16.3	16.2	16.4
94	China	Hong Kong	20.7	18.8	16.7

- 台灣, 2021 年為 Q4, 2022 年為 Q3, 2024 年為 Q2
- 來源: [Demographia International Housing Affordability, 2021, 2022, 2024](#); 台灣: 內政部

房價所得比

Rank	Nation	Metropolitan Market	2021	2022	2024
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	13.7
93	Australia	Sydney, NWS	11.8	13.3	13.8
	Taiwan	台北市	16.3	16.2	16.4
94	China	Hong Kong	20.7	18.8	16.7

- 2024年, 台北市的房價所得比應該會超越香港, 變成全球第一, 新北市是全球第四或第三

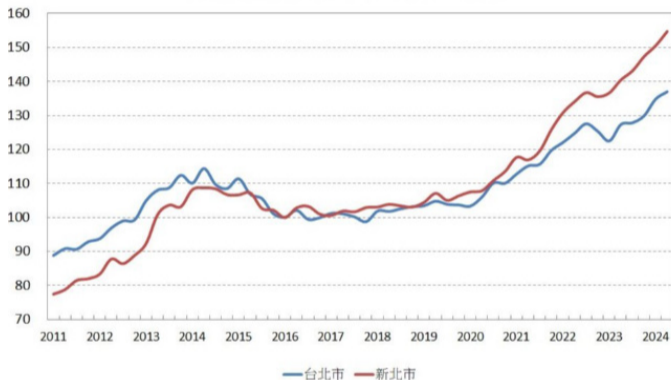
- If “one-fifth of homes are empty, according to the latest census. And nearly a quarter of properties built in the past five years are unoccupied, ...”
- Why house price continues to increase?

利率政策與匯率政策

- 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

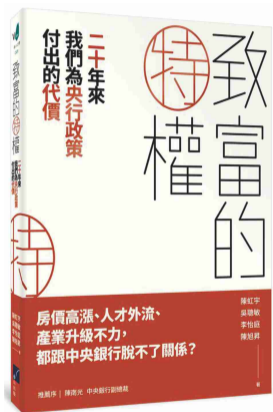


- 雙北房價「2023年下半年起回升」, 事實上, 2020年就開始上升
- 信義房價指數

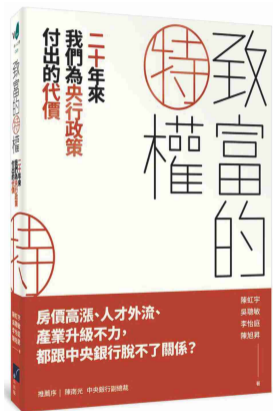
- 何謂「房市投機與囤房行為」?
- 房價上漲是因為「房市投機與囤房行為」?

- 何謂「房市投機與囤房行為」?
- 房價上漲是因為「房市投機與囤房行為」?
- 強化管理銀行信用資源之政策有效嗎?

《致富的特權》(2021, 2024)



《致富的特權》(2021, 2024)



- 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價格 ...)

阻升與低利率政策

- 利率政策: 升息或降息
- 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, 而有不利的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。」

- 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)

傲入的成就?

- 外匯存底全世界排名第6
- 2002年以來, 央行盈餘繳庫占中央政府歲入的9%以上
- 彭淮南是 14A 總裁 (*Global Finance*)

傲入的成就?

- 外匯存底全世界排名第6
- 2002年以來, 央行盈餘繳庫占中央政府歲入的9%以上
- 彭淮南是 14A 總裁 (*Global Finance*)
 - **Global Finance**: “This article has multiple issues ... contains promotional content. (April 2018)”

彭淮南 (1998–2018) 的 legacy

- 外匯存底 (全球排名第6, 2024/11) [wiki]
- 央行盈餘繳庫 (2002年以來, 大約占中央政府歲入9%)
- 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, 傲人的成就?

傲人的成就?

- 台灣外匯存底全球排名第6, 傲人的成就?
- 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, 傲人的成就?
- 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, 傲人的成就?
- 央行如何累積外匯? 努力印鈔票在外匯市場買外匯
 - 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, 傲人的成就?
- 央行如何累積外匯? 努力印鈔票在外匯市場買外匯
 - 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
- 若央行不買外匯, 外匯存底不會增加, 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 (但美國國會議員無人質疑)

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

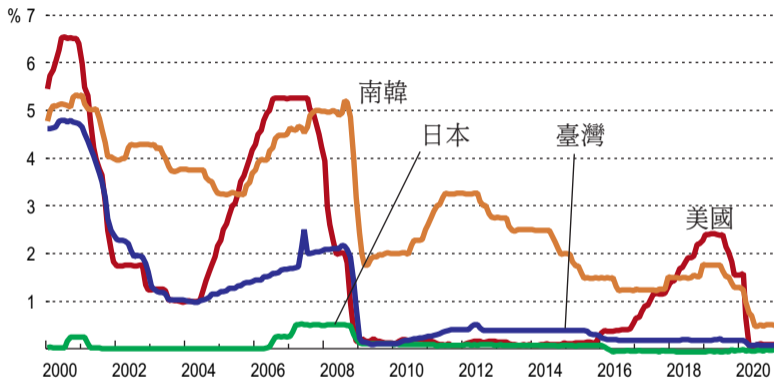
央行盈餘為何那麼高?

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, 也使盈餘增加

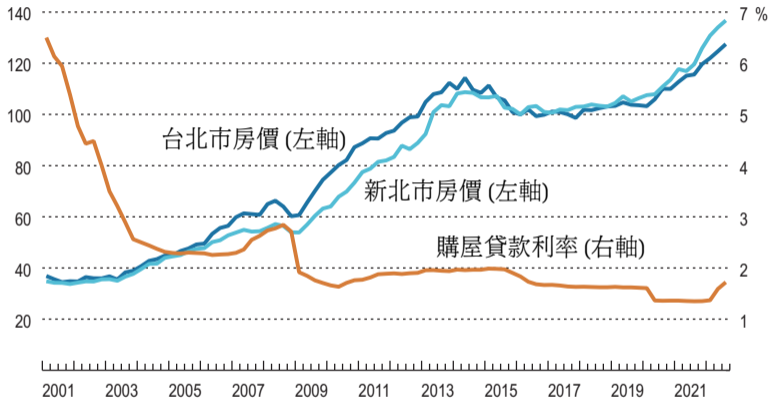


- 短期拆款利率
- 日本之外, 台灣利率最低

- 低利率是央行盈餘高的原因
- 但是, 天下沒有白吃的午餐,

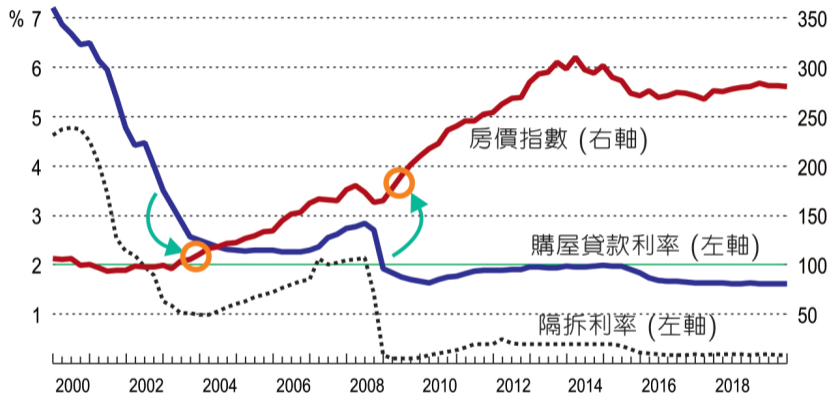
- 低利率是央行盈餘高的原因
- 但是, 天下沒有白吃的午餐,
低利率政策的成本之一是房價飆漲

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!

房價如何回到正常水準?

- 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
- 房價飆漲的起源不是建商哄抬,長期的低利率政策讓民衆產生預期心理
- 房價飆漲是央行哄抬!

如何使房價下跌?

- 如何使房價下跌?

Brunskill (2023): The Reserve Bank (RBNZ) thinks house prices are nearing sustainable levels, despite remaining out of reach for many New Zealanders, and it's therefore easing lending restrictions. The national house price to income multiple is 7.2, and Auckland's 8.9. These are high by historic standards but down from peaks of 9.3 and 12.6, respectively, in 2021.

- Back in 2021, RBNZ stated: “Rising mortgage interest rates, would also constrain house prices to a more sustainable level.”
- 為了抑制房價, 紐西蘭央行提高利率: 0.25% in 2021/08/18, continued to increase to 5.5% in 2023/05/24; then fall to 5.25% in 2024/08/14
- 台灣的隔夜拆款利率: 0.081% in 2021/8; and 0.823% in 2024/08/30

「這目標太難」

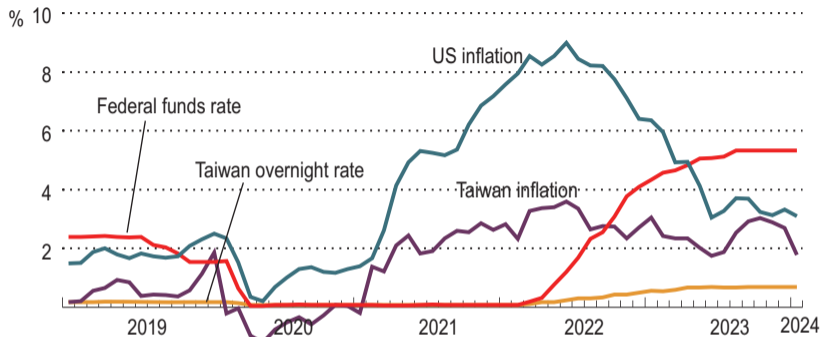
- 彭淮南 (2013):
「房價上漲與貨幣政策關聯性很小」
- 立委林德福 (2021/10/1):
「能否讓房價回到一般人買得起的價位?」
楊金龍:「這目標太難, 一直以來都無法達到。」
- 彭淮南獲頒清大名譽經濟學博士學位 (2021/4/29):
「處理房價上漲採提高利率的方法是大而不當的措施, 也會傷及無辜, ... 廣建社會住宅才能更健全房市。」

「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。」
- 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。」
- 彭淮南終於承認, 利率會影響房價

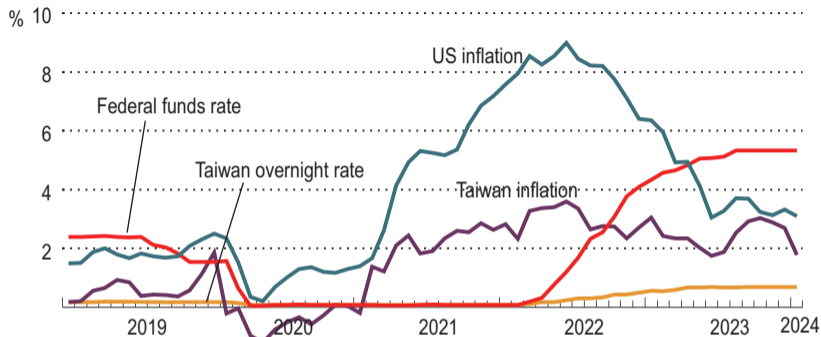
- Fed 主席鮑爾 (Jerome Powell) 在瑞典中央銀行所舉辦的一場研討會裡說 (2023/1):
「我希望有不痛苦地解決通膨問題的方法, 但並沒有。」

物價膨脹與利率

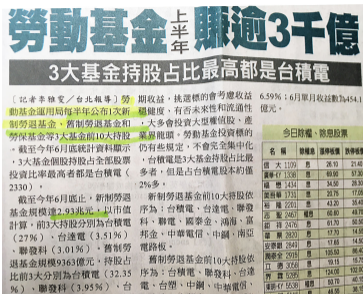


- 2024/2, federal funds rate 5.33%; 2024/9/18 調降至 4.75–5.0%
2024/1, 台灣隔拆利率 0.687%; 2024/9/25: 0.824%
- Fed 升息是為了抑制通膨

物價膨脹與利率



- 2024/2, federal funds rate 5.33%; 2024/9/18 調降至 4.75–5.0%
2024/1, 台灣隔拆利率 0.687%; 2024/9/25: 0.824%
- Fed 升息是為了抑制通膨
- 台灣的利率幾乎是全球最低, 社會持續付出代價, 特別是年輕人



- 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



Brunskill, Dan (2023), *The Reserve Bank is easing its lending restrictions as it believes house prices are close to sustainable levels*, Interest.co.nz, URL: <https://www.interest.co.nz/public-policy/121047/reserve-bank-easing-its-lending-restrictions-it-believes-house-prices-are> (visited on 05/04/2023).