

台灣匯率貶值政策之探討： 解構台灣央行貨幣與外匯政策的七大迷思

陳旭昇

連震東先生紀念講座

2017.06.16

About Me

學歷

- 台大會計系 (1990–1994), 經研所 (1994–1996)
- University of Wisconsin-Madison 經濟博士 (1999–2004)

研究興趣

- 總體與貨幣, 國際金融, 財務經濟以及能源經濟之實證研究
- 研究著作都專注在美國資料或是跨國資料

經歷與榮譽

- 台大經濟系
助理教授 (2004–2007), 副教授 (2007–2010), 正教授 (2010–迄今)
- 行政院科技部吳大猷先生紀念獎 (2007)
- 中央研究院年輕學者研究著作獎 (2008)
- 台大連震東先生紀念講座 (2016)

Outline

- 1 迷思一：新台幣匯率反映基本經濟情勢
- 2 迷思二：央行不宜公布外匯市場干預資料
- 3 迷思三：台灣外匯存底增加是因為貿易出超累積
- 4 迷思四：台灣央行並沒有「阻升不阻貶」
- 5 迷思五：低利率和寬鬆貨幣環境與房價無關
- 6 迷思六：央行盈餘繳庫成為國庫金雞母，為國家賺錢
- 7 迷思七：匯率貶值政策有利於長期經濟成長

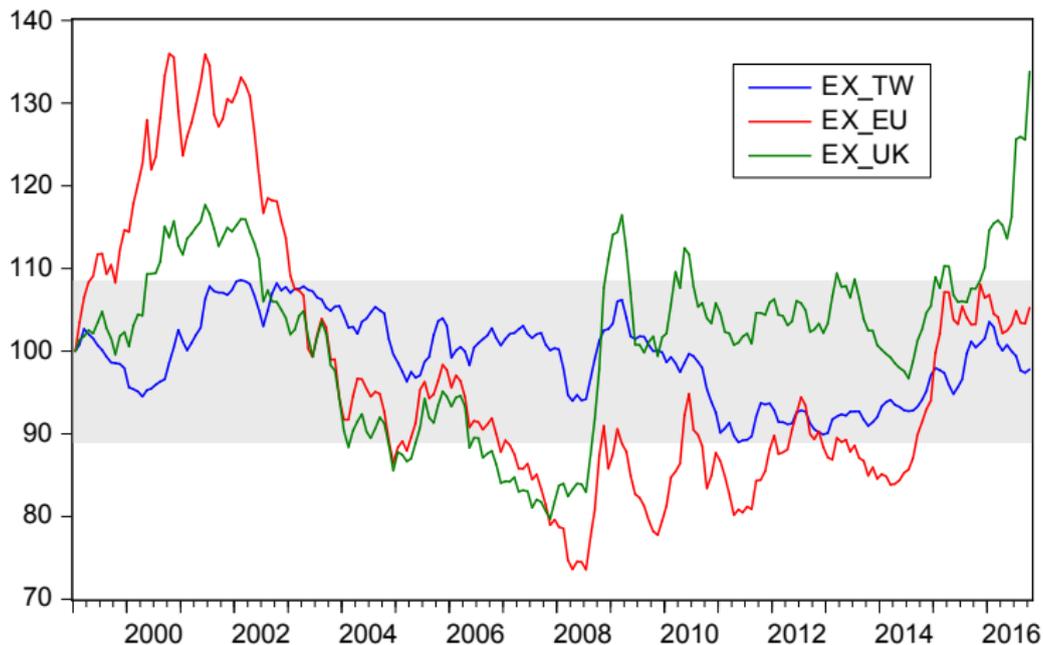
迷思一：新台幣匯率反映基本經濟情勢

官方說法

- 根據中央銀行法第 2 條的規定，央行須維護對內及對外幣值的穩定，其中對外幣值的穩定即指**新台幣匯率穩定**。
- 國內外經濟金融情勢瞬息萬變，新台幣匯率不可能一直固定在一個特定水準，本行須因應國內外經濟金融形勢的演變，維持新台幣匯率的**動態穩定** (*dynamic stability*)，以**反映基本經濟情勢** (*underlying economic fundamentals*)。

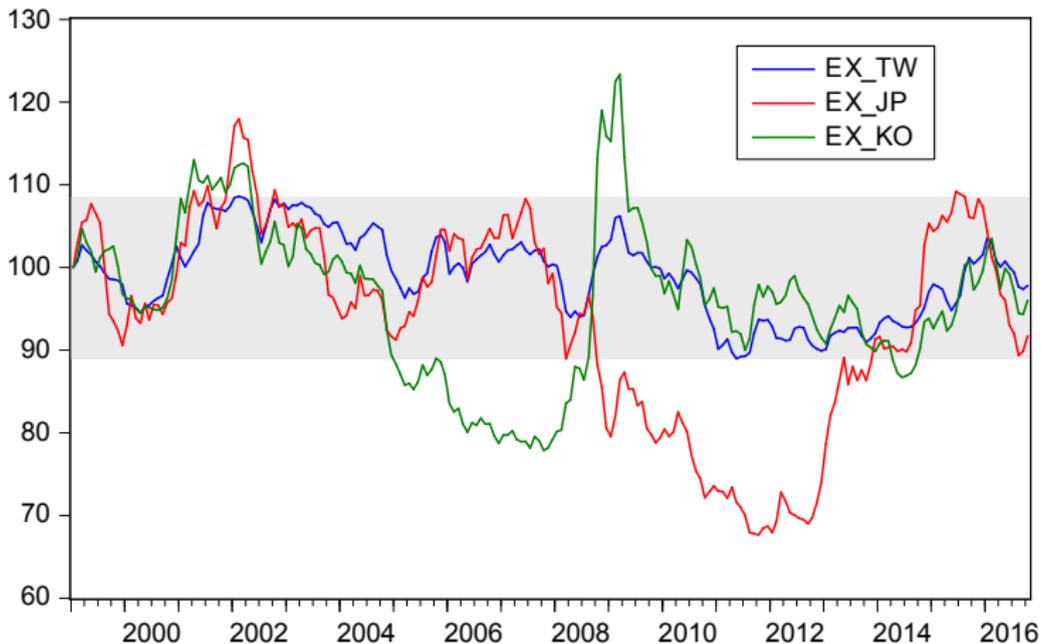
新台幣相對先進國家幣值穩定

Figure: 新台幣, 歐元, 與英鎊 (1999:M01–2016:M10)



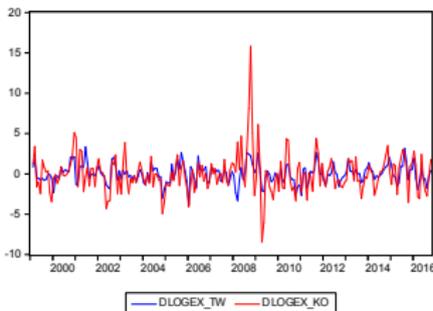
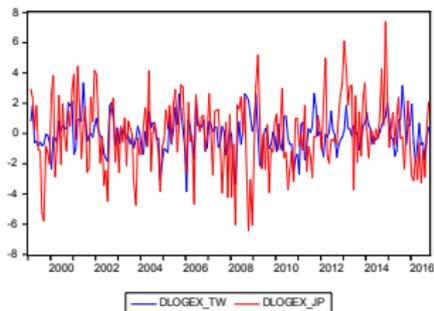
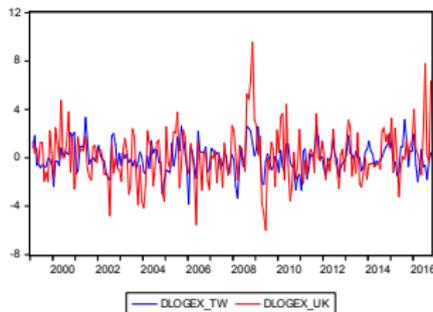
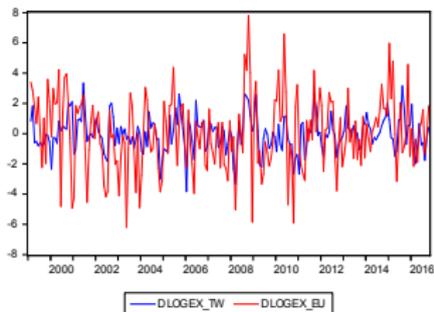
新台幣相對亞洲國家幣值穩定

Figure: 新台幣，日圓與韓元 (1999:M01-2016:M10)



新台幣相對穩定

Figure: 匯率變動率：新台幣 vs. 歐元, 英鎊, 日圓與韓元



新台幣匯率是否反映基本經濟情勢？

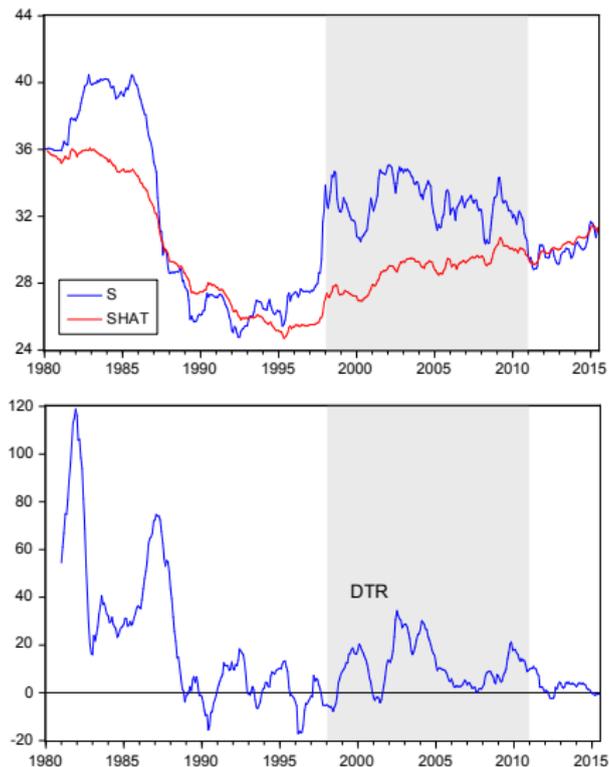
Q: 新台幣確實穩定，但是否反映基本經濟情勢？

A: 陳旭昇·吳聰敏 (2008)

- 均衡匯率 vs. 實際匯率 (樣本期間: 1980–2004)
- 結果發現, 1980–1987年以及 1997–2004年之間, 新台幣對美元匯率明顯低估, 是為「阻升政策」。
- 這兩段期間台灣的匯率變動較小, 外匯存底變動幅度較大, 此結果隱含央行的積極干預阻升, 卻未積極阻貶。

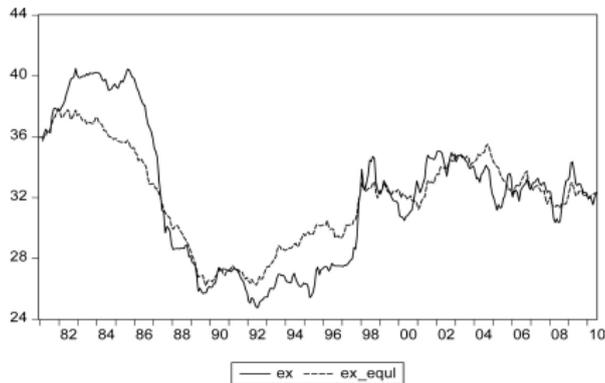
新台幣匯率是否反映基本經濟情勢？

陳旭昇·吳聰敏 (2009) 之紐帶機制 (1990-M1, 2015-M7)

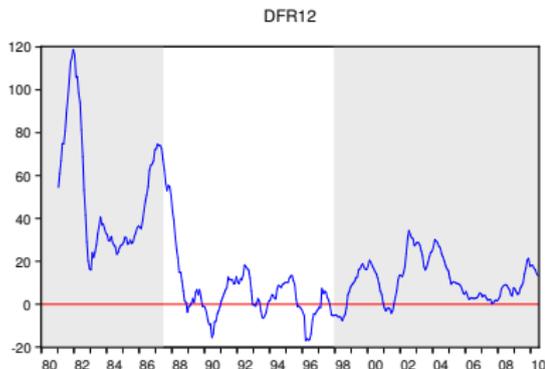


新台幣匯率是否反映基本經濟情勢？

- 吳致寧·黃惠君·汪建南·吳若璋 (2012) 以不同假設下的貨幣匯率模型建構均衡匯率，並發現不一樣的實證結果。
 - ▶ 阻升政策 (1980M12–1987M5); 阻貶政策 (1987M06–1997M11); 維持匯率均衡穩定政策 (1997M12–2010M6)。
- It's okay to do **model mining**, but...you need to **get real**.
- 將吳致寧·黃惠君·汪建南·吳若璋 (2012) 的估計結果與外匯存底變動資料放在一起對照來看的話，似乎有不協調感。



圖一、名目匯率 (ex) 與均衡匯率 (ex_equl)



迷思一：新台幣匯率反映基本經濟情勢

迷思解構

- 央行執行的政策：
 - ▶ 減少新台幣匯率波動
 - ▶ 壓低新台幣幣值 (*undervaluation policy*)
- 新台幣匯率並沒有反映基本經濟情勢

Q: 進一步的問題是，所謂的「動態穩定」是適當的政策嗎？

A: 我們可以從跨國的實證研究中找答案

迷思一：新台幣匯率反映基本經濟情勢

所謂的「動態穩定」是適當的政策嗎？實證證據顯示：

- 對先進國家而言，匯率穩定與經濟成長率無關；對於開發中國家來說，匯率越穩定，經濟成長率越低 (Levy-Yeyati and Sturzenegger, 2003; Bleaney and Francisco, 2007)
- 對金融已發展國家而言，匯率穩定與生產力無關；對於金融低度發展國家來說，匯率越穩定有助於提升生產力 (Aghion et al. 2009)
- 對於開發中國家，穩定的匯率有助於經濟成長；對先進國家則不然 (Dubas et al. 2010)
- 匯率穩定與總體經濟表現無關 (Rose, 2011)

迷思二：央行不宜公布外匯市場干預資料

官方說法

- 央行揭露外匯相關活動資訊的透明化措施，確實有助於與外界溝通，但央行的透明化並非毫無保留，而需有所限度；否則，過度的透明化反而會使央行的政策效果受到不利影響，甚至加重市場不安
- 鑑於外匯市場參與者對外匯干預等資訊甚為敏感，經常做出過度的反應，因而各國對其公布方式及內容，均審慎處理。經查，目前亞洲鄰近國家，如中國、新加坡及南韓等，均未公布外匯干預相關資訊；而多數新興市場國家亦未公布干預資訊。
- 其實，本行早已適度揭露外匯相關資訊，例如，除公布外匯業務概況外，也按月公布外匯存底數字，並說明外匯存底增減的因素，供外界參考。

迷思二：央行不宜公布外匯市場干預資料

迷思解構

- 央行的回應，一如過往，依舊在模糊焦點。
- 再次強調，學者從未主張央行應該公布其「近期，即期或未來」明確的干預目標值或是操作狀況等干預資料。學者所主張的是：央行應該公布「**歷史干預資料**」。
 - ▶ *Sarno and Taylor (2001)*, 陳旭昇與吳聰敏 (2008), 吳致寧等人 (2012), 陳旭昇 (2016a), 柯秀欣 (2016)
- 不侷限於先進國家，許多國家（包含開發中國家）的央行已經公布外匯干預的歷史資料，舉例來說，如澳洲，瑞士，德國，義大利，日本，墨西哥，土耳其以及美國等國家，都公布該國外匯市場干預的歷史資料，而這些資料也都可以輕易地在美國聖路易斯 *Fed* 的研究部門網站取得。
- 公布歷史干預資料的目的：公開透明促成政策的**可究責性**。

迷思三：台灣外匯存底增加是因為貿易出超累積

官方說法

- 我國外匯存底增加主要來自貿易出超累積，而出超係反映超額儲蓄，若要降低超額儲蓄則宜從促進投資著手。

迷思解構

- 貿易出超 \Rightarrow 央行購買外匯 \Rightarrow 外匯存底增加
- 「出超係反映超額儲蓄」($X - M = S - I$) 犯了以國民所得帳恆等式來解釋因果關係的謬誤。
- 外匯存底增加是因為央行購買外匯，外匯存底增加是因為央行購買外匯，外匯存底增加是因為央行購買外匯（很重要，所以說三次）
- 為何要積極買匯？ \Rightarrow 壓低新台幣幣值
- 只要名目匯率（價格）改變了，自然可以降低超額儲蓄（Terra, 2015）

迷思四：台灣央行並沒有「阻升不阻貶」

官方說法

- 本行多次向外界說明，維持新台幣動態穩定，並非「阻升不阻貶」
- 無論觀察新台幣對美元匯率，或新台幣對一籃通貨匯率（即有效匯率指數），長期間兩者均呈現有升有降，而非只有單向貶值。
- 美國財政部於 2016 年 4 月底發布「美國主要貿易夥伴外匯政策報告」，報告中並未列名任何主要貿易夥伴為匯率操縱國。該報告指出，並無任何主要貿易夥伴符合「操縱匯率」以阻止其國際收支有效平衡，或在國際貿易中獲得不公平競爭優勢的標準。

迷思四：台灣央行並沒有「阻升不阻貶」

迷思解構

- 觀察新台幣對美元匯率或是有效匯率指數是**沒有意義的！**
- 新台幣對美元匯率或是有效匯率走勢是央行干預與市場力量等多方力量作用的結果 ⇒ 不能單從結果推論央行沒有「阻升不阻貶」
- 如何證明「阻升不阻貶」？
 - ▶ 檢視匯率衝擊對央行干預行為之影響 (陳旭昇, 2016a)
- 更精確的說法：不對稱干預 (*asymmetric intervention*); 持續單向干預 (*persistent one-side intervention*)

迷思四：台灣央行並沒有「阻升不阻貶」

- 陳旭昇 (2016a) 考慮以下的實證模型：

$$FXI_t = \alpha + \sum_{j=1}^P \rho_j FXI_{t-j} + \sum_{i=0}^q (\beta_i^+ e_{t-i}^{Q^+} + \beta_i^- e_{t-i}^{Q^-}) + u_t,$$

其中， $e_t^{Q^+} > 0$ 與 $e_t^{Q^-} < 0$ 分別為新台幣貶值衝擊與升值衝擊， FXI_t 則為央行干預指標， $FXI_t > 0$ 代表央行買入外匯。

- ▶ 逆風干預： $\beta_0^+ < 0$ 與 $\beta_0^- < 0$ (貶值賣匯，升值買匯)
- ▶ 順風干預： $\beta_0^+ > 0$ 與 $\beta_0^- > 0$ (貶值買匯，升值賣匯)

迷思解構

實證發現 (1998:M3–2015:M7)：顯著不對稱干預。

- 阻升不阻貶： $\hat{\beta}_0^- < 0$ (統計顯著)，而 $\hat{\beta}_0^+ > 0$ (統計不顯著)

迷思四：台灣央行並沒有「阻升不阻貶」

迷思解構

- 對於美國財政部所發布「美國主要貿易夥伴外匯政策報告」，重點不在於台灣未列入匯率操縱國，重點在於，此報告中匯率操縱國的評選準則：
 - (A) 對於美國有大量而顯著的貿易順差：亦即，超過 200 億美元。
 - (B) 明顯的經常帳順差：經常帳盈餘佔該經濟體之 GDP 超過 3%。
 - (C) 持續單向干預外匯市場：持續有淨買匯（一年中 8 個月），而淨買匯數量超過該國 GDP 2%。

一個國家同時符合上述三項條件就會被列為匯率操縱國，一國家符合任兩項條件，就會被列入觀察名單。

- 而央行不敢明示的是：
 - ▶ 台灣被列入觀察名單
 - ▶ 台灣是因為 (B) 大量經常帳盈餘以及 (C) 持續單向干預外匯市場而上榜。

迷思四：台灣央行並沒有「阻升不阻貶」

根據財訊雙週刊第 530 期報導：

- 對於美國財政部多項指控，彭淮南曾經公開喊冤表示，美國的算法對台灣非常不公平，以經常帳出超金額不得超過 GDP 3% 的標準來看，因為台灣經濟規模很小，出超金額很容易就超過這個標準。
- 另外，台灣外匯存底增加，有很大一部分是央行運用外匯存底購買國外資產多出來的孳息，不能全部算做是央行干預匯市買進的美元，「這對台灣非常非常不公平」。

迷思解構

- 任何跨國比較都是以 GDP 作為基準，這是經濟學 ABC。“出超佔 GDP 比例高”代表該經濟體偏重出口，而偏重出口成長的國家自然有較高干預匯率的可能性。
- 央行何不公佈孳息金額大小以及所佔比例以杜悠悠之口？還可順便擺脫“不透明”的指控。

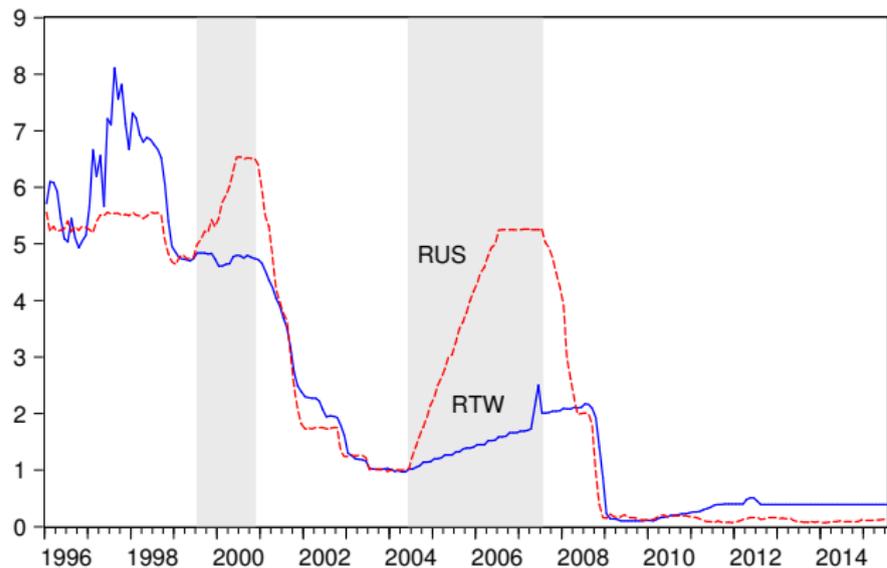
迷思五：低利率和寬鬆貨幣環境與房價無關

官方說法

- 影響房價因素眾多，包含需求面、供給面與制度面因素，低利率與高房價並無必然關連。
- 國際實證研究顯示，低利率與房價暴漲，沒有必然的關連性 (IMF, 2009)。
- 台灣最近一波房價高漲，主因在預售屋炒作、不動產稅負偏低，加以全球金融危機後海外投資標的不佳，國人資金匯回與遺贈稅大幅調降，以及捷運便捷等，致房地產需求增加。
- 首先，我們要了解低利率和寬鬆貨幣環境的原因。

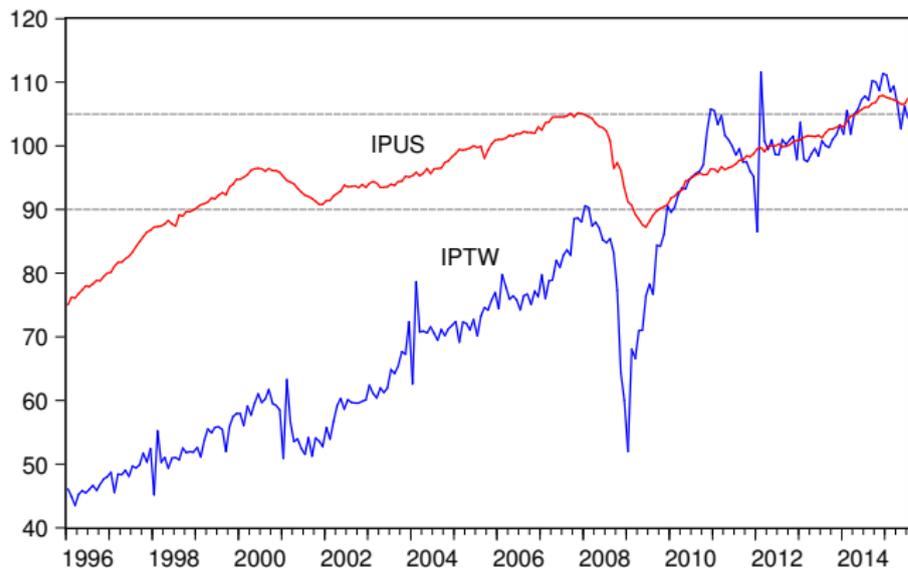
迷思五：低利率和寬鬆貨幣環境與房價無關

- 1998–2008 之間兩次「跟跌不跟漲」；2008 年之後跟著美國一路下調
- 短期利率：台灣隔夜拆款利率 (RTW) vs. 美國聯邦基金利率 (RUS)



迷思五：低利率和寬鬆貨幣環境與房價無關

- But... 台灣經濟有嚴峻到需要這麼低的利率嗎？
- 工業生產指數：台灣 (IPTW) vs. 美國 (IPUS)



迷思五：低利率和寬鬆貨幣環境與房價無關

- 為何央行要採取如此寬鬆的貨幣政策？
 - ▶ 匯率貶值政策所致
- 貶值政策導致低利率
 - ▶ 匯率阻升不阻貶 \implies 利率跟跌不跟漲
 - ▶ 減少利息支出
- 匯率政策掛帥，因而失去貨幣政策自主性 (Impossible Trinity)

迷思五：低利率和寬鬆貨幣環境與房價無關

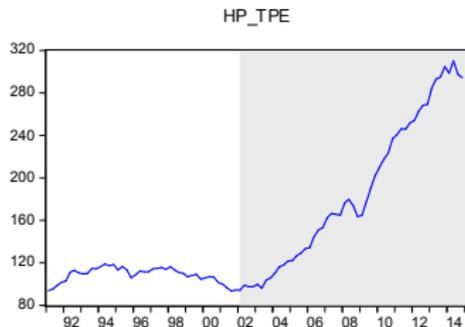
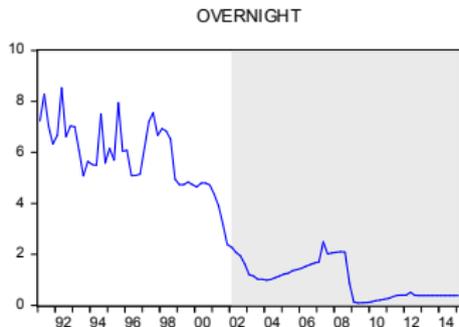
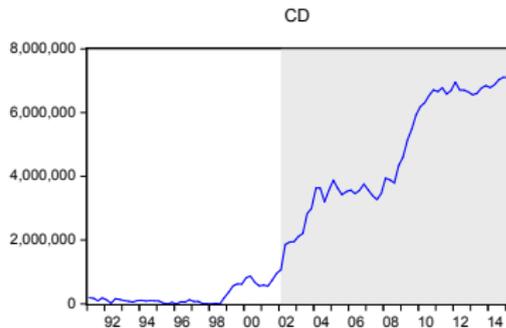
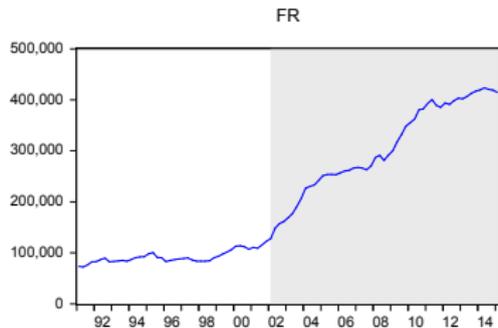
- 彭淮南嗆柏南克：「你的 QE, 我的煎熬!」嗆得有道理嗎?
- Bernanke: 「各國為協助製造業出口, 而採壓低、固定匯率的貨幣政策, 就要承擔被他國貨幣政策影響的後果。」
 - ▶ Well, I couldn't agree more!
- 長期低利率政策使大量資金流入房地產與股票市場, 造成資產泡沫
- 低利率造成財富重分配
 - ▶ 債務人得利, 債權人不利
 - ▶ 房地產擁有者得利
- 根據 Shiller (2006), 房價 P_t 可透過資產現值模型表示:

$$P_t = E_t \sum_{j=1}^{\infty} \left[\frac{D_{t+j}}{(1+R)^j} \right]$$

從經濟理論的觀點來看, 低利率確實會導致房價上揚。

迷思五：低利率和寬鬆貨幣環境與房價無關

- 貶值政策 ⇒ 低利政策 ⇒ 房地產泡沫



迷思五：低利率和寬鬆貨幣環境與房價無關

迷思解構

- 較早期的研究 (IMF, 2009) 並未發現低利率與房價的關連性，然而，最新的文獻均發現，^a 從跨國的長期資料來看，低利率確實會造成房價泡沫。
- 陳旭昇 (2016b) 檢視利率變動對於房市擴張機率的影響。
 - ▶ 結果發現降低利率無論是透過增加房市停留在擴張狀態的機率，或是由衰退狀態轉換到擴張狀態的機率增加，都會造成房屋市場進入多頭市場。其中最具統計顯著性且最穩健的結果就是，調降利率讓房市停留在擴張狀態的機率增加，助長房價的漲勢。

^a如 Hott and Jokipii (2012), Bordo and Landon-Lane (2013a,b), McDonald and Stokes (2013), O'Meara(2015), Tsai (2015), McDonald and Stokes (2015), Eickmeier et al. (2015), 以及 Yu et al. (2015)。

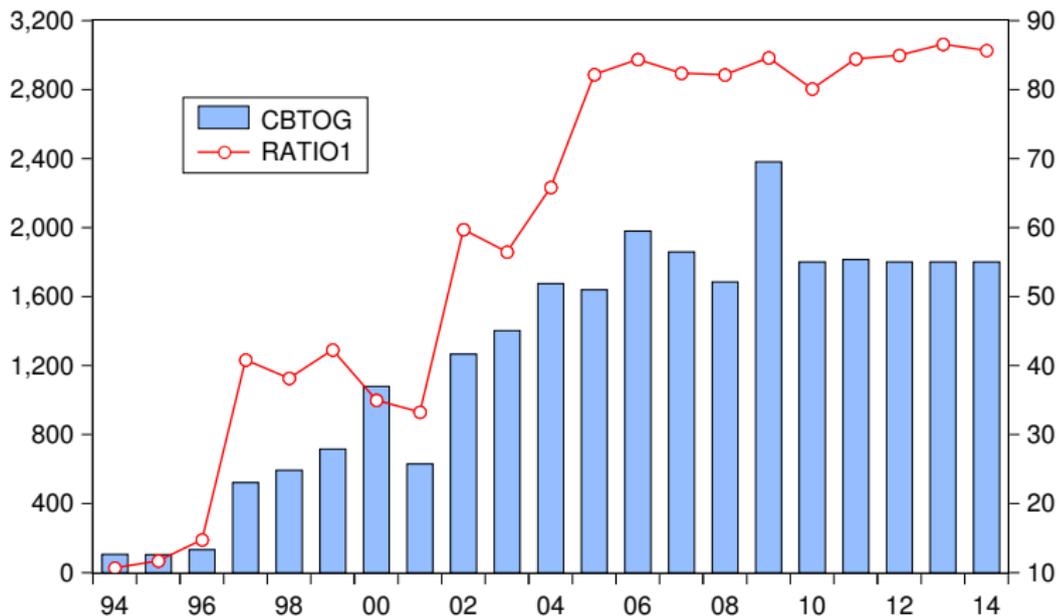
迷思六：央行盈餘繳庫成為國庫金雞母，為國家賺錢

官方說法

- 本行以維持物價及金融穩定，以及協助經濟發展為經營目標，相關營運均從國家總體經濟及金融面考量，審慎執行貨幣、信用及外匯政策，以達成上述經營目標。

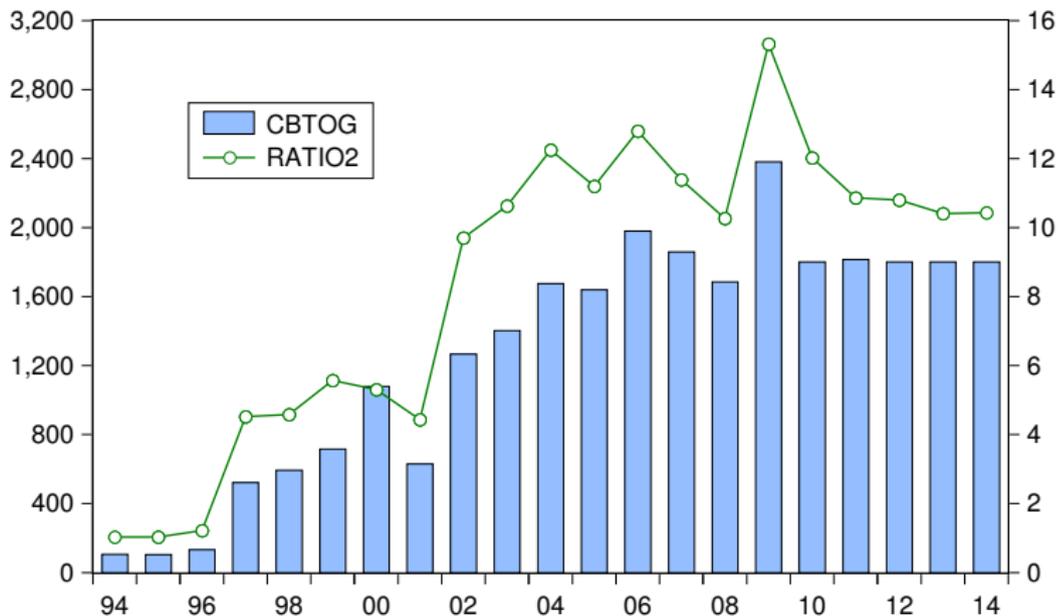
迷思六：央行盈餘繳庫成為國庫金雞母，為國家賺錢

- 央行盈餘繳庫 (CBTOG, 左縱軸: 新台幣億元) 與央行繳庫盈餘占總繳庫盈餘比例 (RATIO1, 右縱軸:%)



迷思六：央行盈餘繳庫成為國庫金雞母，為國家賺錢

- 央行盈餘繳庫 (CBTOG, 左縱軸: 新台幣億元) 與央行繳庫盈餘占中央政府決算歲入比例 (RATIO2, 右縱軸: %)



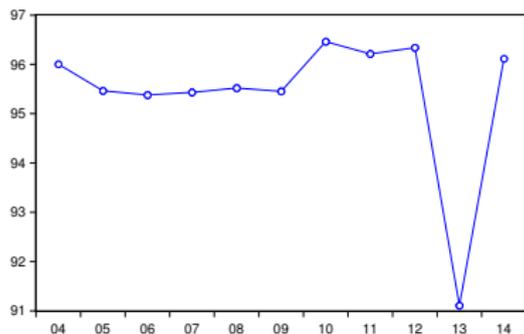
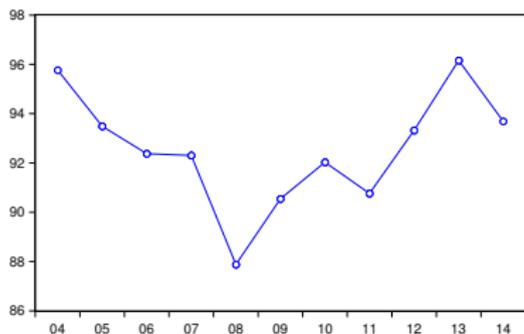
迷思六：央行盈餘繳庫成為國庫金雞母，為國家賺錢

自 2003 年開始，央行盈餘繳庫占總繳庫盈餘比例都在 60% 以上，而央行盈餘繳庫占中央政府決算歲入比例都在 10% 以上

- 中央銀行的任務為穩定物價與維持金融秩序，以龐大盈餘挹注國庫絕非正道。
- 政府歲入應以來自經濟實質面的稅收為主，不該仰賴透過金融資產操作而來的央行盈餘。
- 當央行繳庫盈餘高達政府歲入之 10%，顯現政府財政健全性之不足。

迷思六：央行盈餘繳庫成為國庫金雞母，為國家賺錢

- 央行盈餘的主要組成：利息收入 vs. 利息支出
- 利息收入佔總收入比例 (%) vs. 利息支出與各項提存佔總支出比例 (%)



迷思六：央行盈餘繳庫成為國庫金雞母，為國家賺錢

央行可透過以下管道提高盈餘：

- (1) 買進外匯，累積外匯存底，一方面創造利息收入，一方面低估新台幣幣值，營造帳面上的外幣兌換利益。
- (2) 減少沖銷金額。
- (3) 降低利率，減少利息費用。

迷思六：央行盈餘繳庫成為國庫金雞母，為國家賺錢

迷思解構

- 央行追求盈餘將扭曲其貨幣與匯率政策。
 - ▶ 劉彥汝 (2012) 發現，台灣央行的政策會為了達成繳庫盈餘的目標而改變。此外，該研究更發現，1998 年後繳庫盈餘對央行政策執行的影響更加顯著。
- 央行為了阻升而大量買匯 (利息收入)，配合低利率政策以減少沖銷造成的利息支出，則利差使央行每年出現大幅盈餘繳庫 (猶如稅收)，因此匯率貶值政策與低利率政策等於是央行對一般存款大眾課稅。

迷思七：匯率貶值政策有利於長期經濟成長

官方說法

- 根據匯率反應函數 (*reaction function*) 之實證研究，新台幣具有反通膨 (*anti-inflation*) 及反景氣循環 (*counter-cyclical fluctuations*) 的功能，即國內物價漲幅偏高 (如因國際原物料價格上漲) 或實際產出偏高時，新台幣升值以抑制物價上漲與過熱的景氣；反之，**新台幣貶值以刺激景氣。**

Q: 貶值政策是否有真有助於長期經濟成長？

A: It depends.

- 根據經濟理論，貨幣貶值在短期可以刺激出口，進而增加 GDP。
- 但是在長期呢？

迷思七：匯率貶值政策有利於經濟成長

早期文獻：

- Rodrik (2008) 發現對於開發中國家而言，匯率貶值可以達成經濟成長之目標。他發現實質匯率貶值 50% 可以讓每人實質產出的年成長率增加 1.3 個百分點。
- 後續研究如 Berg and Miao (2010) 以及 MacDonald and Flavio (2010) 支持 Rodrik (2008) 的發現，Freund et al. (2008) 提供證據證明匯率貶值可以刺激出口成長。
- Eichengreen (2008), Haddad and Pancaro (2010) 與 Couharde et al. (2013) 則強調，縱然匯率貶值在短期對於經濟成長有正面助益，但是長期而言，匯率貶值對於經濟體系來說終究是弊大於利。

迷思七：匯率貶值政策有利於經濟成長

最近研究：

- Nourira and Sekkat (2012) 以及 Magud and Sosa (2013) 均發現，由於實證結果莫衷一是，無法得到匯率貶值有利於經濟成長的結論。
- Schröder (2013) 利用 63 個開發中國家 1970–2007 的資料發現，貶值政策無助於經濟成長（任何偏離均衡匯率之政策均有害經濟成長）

迷思七：匯率貶值政策有利於經濟成長

即便貶值政策在長期或有益於經濟成長，Haddad and Pancaro (2010) 提供以下六個觀點，說明一個國家長期依賴貶值政策的缺點：

- (1) 貶值政策會造成大量的外匯存底累積。當外國利率較低時，會造成鉅額的利差損失 (參見陳旭昇·吳聰敏 (2008) 以及 Sarno and Taylor (2001))。
- (2) 由於實質貶值仰賴名目貶值，而貨幣名目貶值恐會引發輸入型物價膨脹。
- (3) 根據國際金融的三難選擇 (the impossible trinity)，在全球化與國際資本自由移動下，貶值政策將會使本國貨幣政策失去其獨立性，並會創造出貨幣政策太過寬鬆 (低利率) 的環境，進而引發經濟過熱或是資產泡沫。

迷思七：匯率貶值政策有利於經濟成長

- (4) 貶值政策讓資源大量流入製造業，造成產業發展失衡，不利於服務業（尤其是金融產業）之健全成長。
- (5) 貶值政策猶如對存款大眾課稅以補貼出口廠商，這造成「一般大眾買單補貼廠商」的所得移轉問題。
- (6) 貶值政策實行越久，貶值政策的既得利益者（出口廠商）就會越依賴此政策，進而透過遊說或是競租等方式，阻止政府進行改革貶值政策。

迷思解構

- 匯率貶值在短期對於經濟成長有正面助益，但是長期而言，匯率貶值對於經濟體系來說終究是弊大於利。
- *Chen (2017)* 透過檢視 49 個開發中以及已開發國家 1996–2011 年的追蹤資料，結果發現，貶值政策會造成 R&D 支出的減少。

結論

- 整體而言，我們說明了台灣央行自 1998 年以來的匯率貶值政策對於台灣經濟造成諸多的負面影響。
- 我們認為，央行的貨幣政策必須改弦易張，揚棄匯率貶值政策，並且應減少外匯市場干預與增加匯率政策的透明度與可究責性。