

# 台灣經濟四百年

## 第 14 單元

### 匯率操縱國

---

吳聰敏 (台大經濟系)

2025/05/05

1. 貨幣政策
2. 阻升與低利率政策
3. 台灣央行的過去
4. 展望

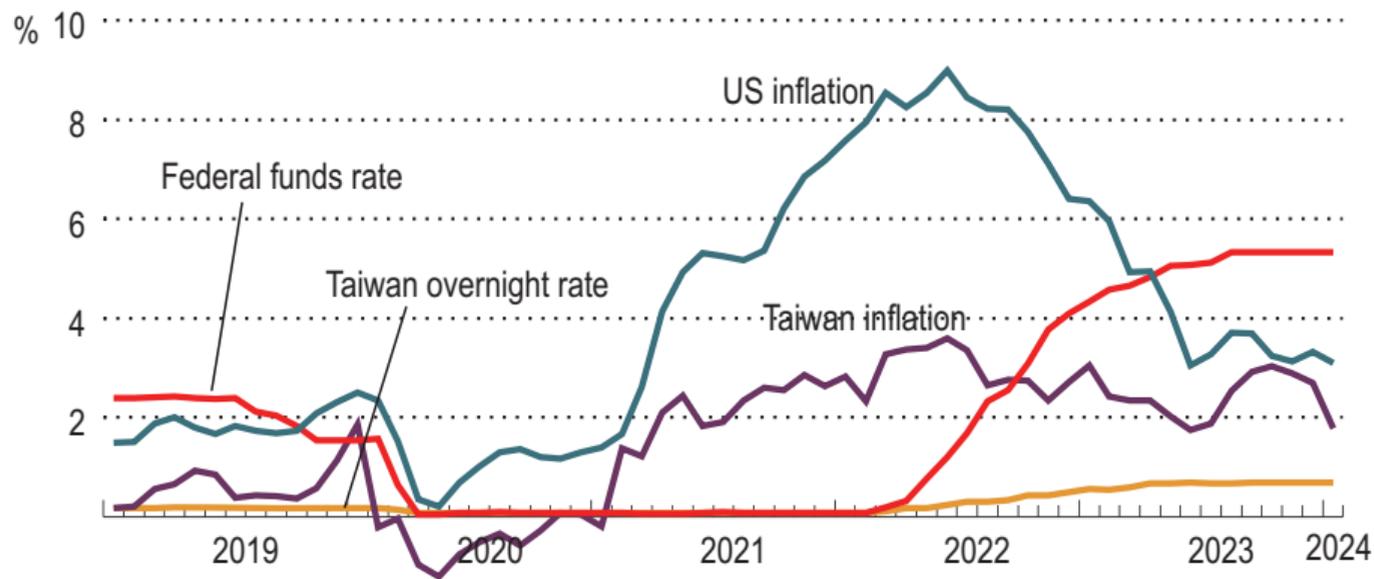
# 貨幣政策

---

**Bloomberg** (2022/11/28):

*All eyes are on the Fed moving into 2023 with growth likely to be hampered further as rates remain higher for longer, a regime which has already been foreshadowed by Chair Jerome Powell.*

# 物價膨脹與利率



- 2024/1, 台灣隔拆利率 0.687%; 2024/2, federal funds rate 5.33%
- 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: 貨幣政策以匯率政策為主 (阻升), 利率政策為輔

# 貨幣政策的目標

- Fed 的目標: 物價穩定 (通膨率不超過 2%), 求就業量最大
- 台灣央行的目標 (央行法):  
促進金融穩定、健全銀行業務、維護對內及對外幣值之穩定, 以及在上述目標範圍內, 協助經濟發展
- 2000 年以來 (彭淮南, 楊金龍) 實際的政策 (阻升 + 低利率):  
目標: 求出口成長 + 盈餘繳庫
  - 因為經濟部積極管制物價 (油電, 車票, ...), 台灣央行不太需要關注通膨

# 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。」

# 央行如何控制匯率與利率?

- 阻升新台幣: 印鈔票在外匯市場上買進美元外匯
- 利率
  - Fed: 在公開市場買入債券
  - 台灣央行: 因為阻升政策, 市場有過多的新台幣, 故央行發行定期存單收回新台幣; 如僅收回少量的新台幣, 利率即下降, 反之, 利率即上升

# 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 (2018–)

- 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*

- 外匯存底 (全球排名第6, 2024/1) [wiki]
- 央行盈餘繳庫驚人
- 高房價
- 外匯資產管理不透明

# 外匯存底 (百萬美元)

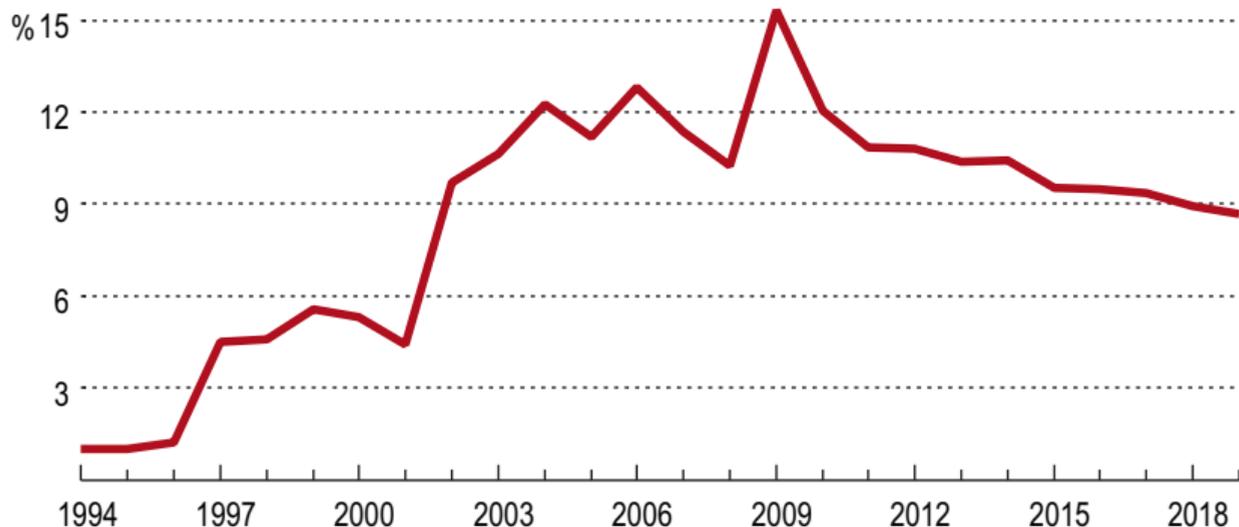


- 台灣: 1998/4 起快速成長; 2024/1 為 5,695.4 億美元, 全球排名第 6
- 美國: 2,427.9 億美元, 全球排名第 14 (2024/1)

# 傲人的成就?

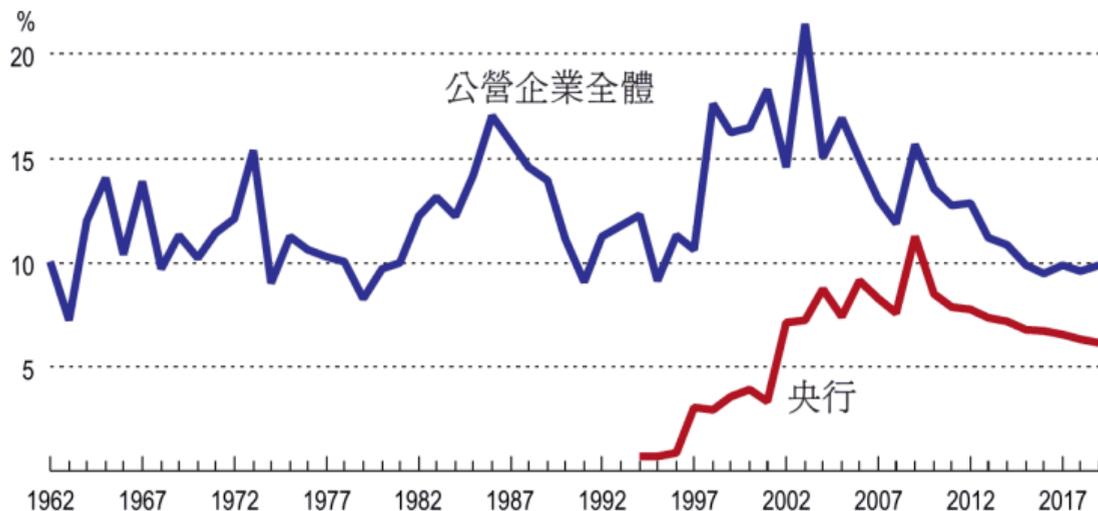
- 台灣外匯存底全球排名第6, 傲人的成就?
  - **外匯存底**: 中央銀行持有的國外資產 (美元, 歐元或人民幣債券, 但黃金不計入)
  - 台灣國外資產總額 = 外匯存底 + 民間持有的國外資產
- 央行如何累積外匯? **努力印鈔票在外匯市場買外匯**
- 若央行不買外匯, 這些外匯會落入民間手中, 換言之, **央行買外匯不會使台灣的國外資產總額增加**

# 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
- 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 (因為 Fed 暴力升息)

# 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

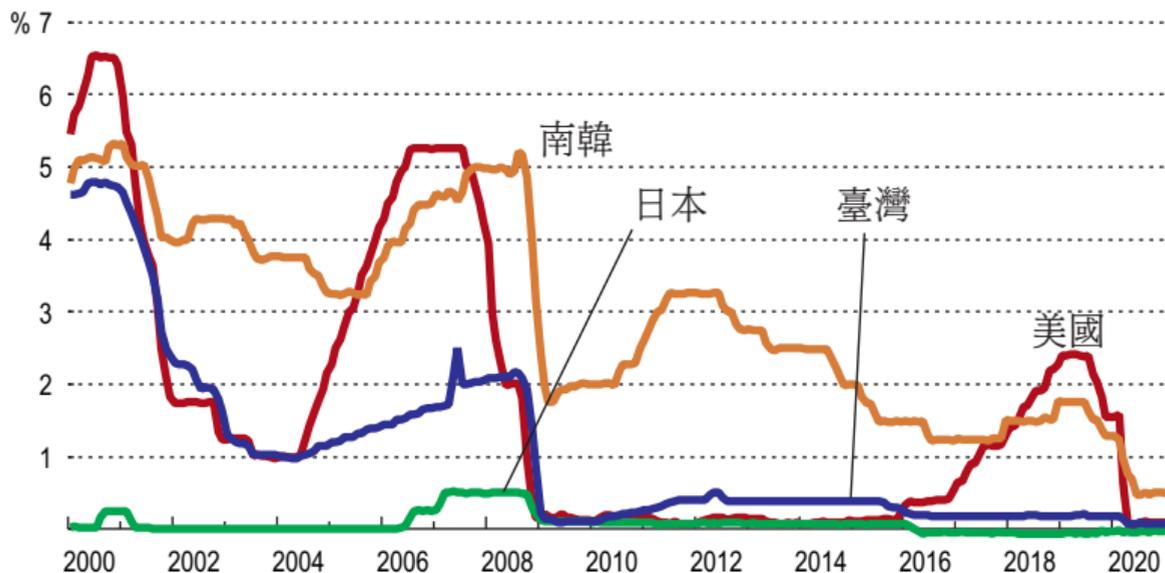
# 央行盈餘為何那麼高?

央行盈餘:

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

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

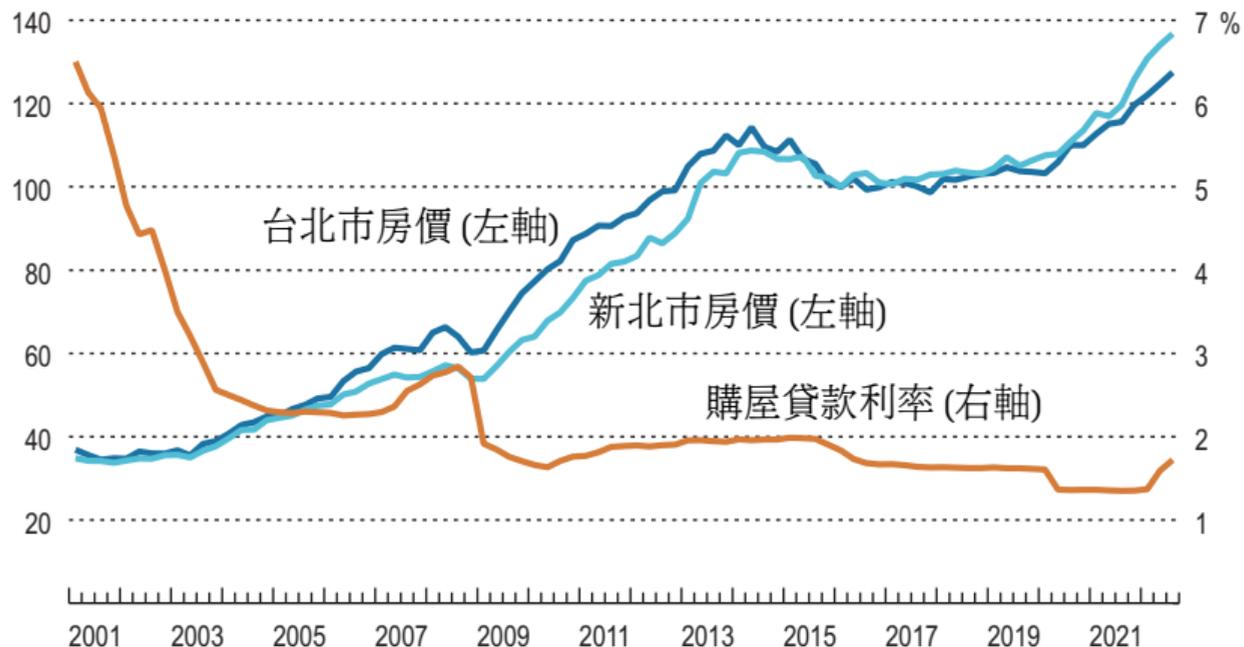
# 「天下沒有白吃的午餐」

- 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?

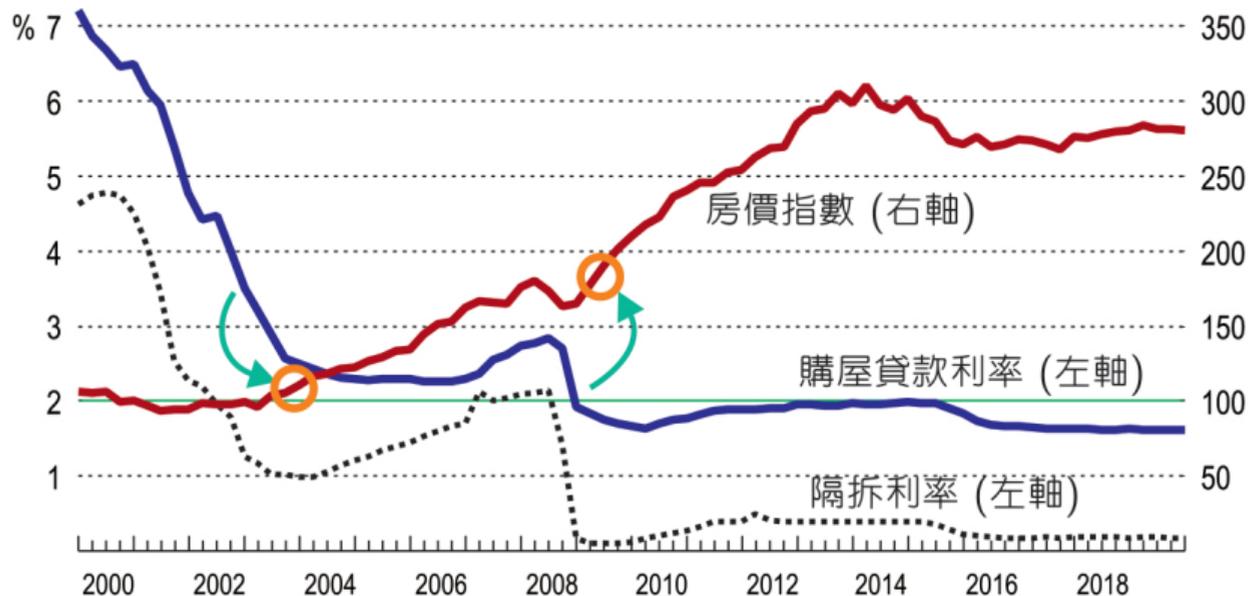
- 央行的盈餘從哪裡來?
  - 進口商與消費者 — 如果不阻升, 進口品價格下降
  - 存款人 — 如果正常利率水準, 存款人利息收入增加
- 央行盈餘繳庫的錢來自存款人與進口商/消費者
- 央行繳庫多的受益者 — 借入者, 出口商

# 利率與房價



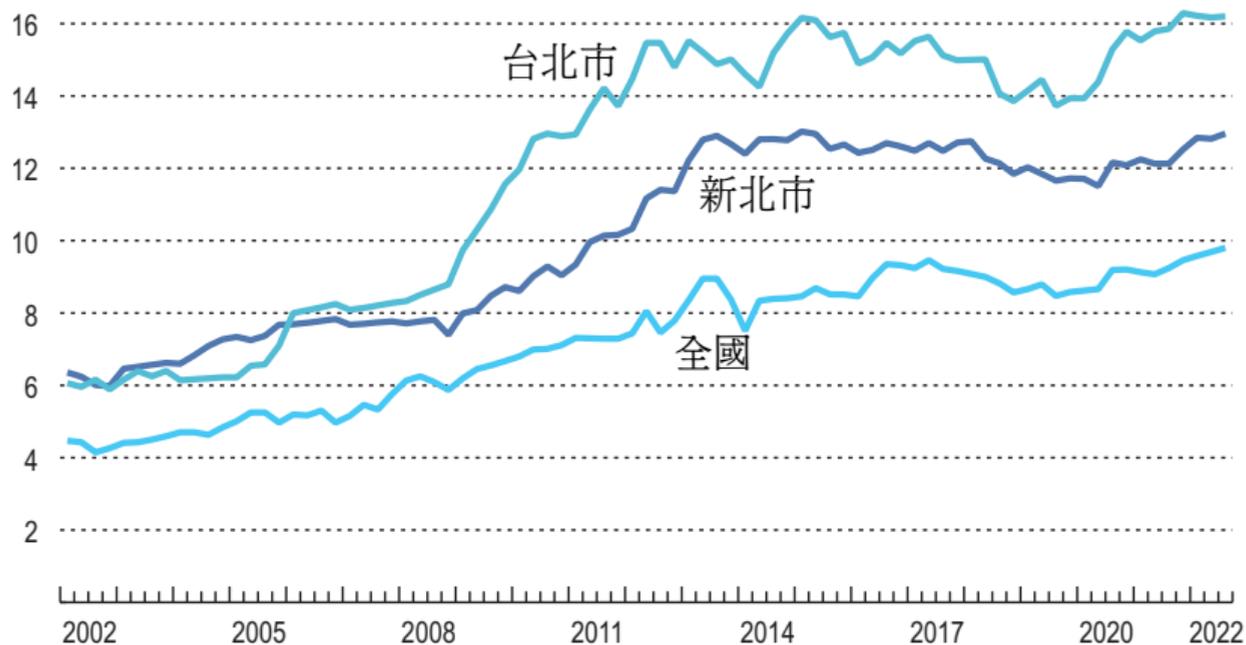
- 房價為何飆漲? 建商哄抬?
- 如何哄抬?

# 降息政策與房價



- 如果公共政策讓民衆預期未來房價會繼續上漲, 房價就會上漲
- 房價為何飆漲? 央行與行政院聯手哄抬!

# 房價所得比的變動



- 2000年代初期, 雙北的房價尚可負擔 (affordable)

# 低利率政策的成本: 房價所得比 (affordability)

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

- 來源: [Demographia International Housing Affordability \(2023 edition\)](#);  
台灣, 內政部不動產資訊平台, 2021年為 Q4

# 展望

---

- 政策可能出錯
- 從錯誤中學習才可能避免未來再出錯
- 但是, 政府官員設法撇清責任

# 「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。」

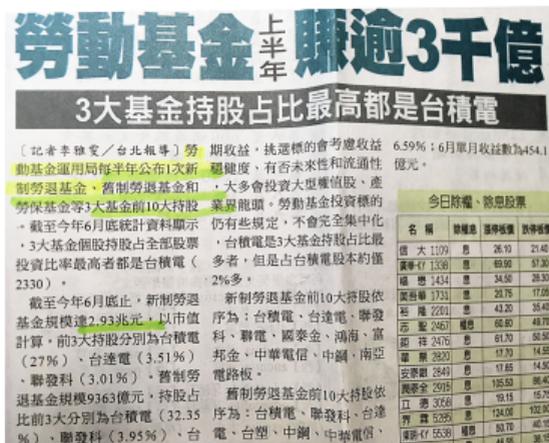
- 2000年初迄今,房價飆漲,主要原因是土地價格飆漲
- 若民衆預期某支股價將來會上漲,他就會買這支股票
- 若民衆預期房價將來會上漲,他就會買房
- 2000年代初期,低利率政策是房價飆漲的主要原因;但是,由央行總裁與政府官員的宣示,民衆認為房價未來下跌的機率低,繼續買房

- 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。」
- 彭淮南同意利率上升會使房價下跌
- 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。」

- 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。」
  - 立法院停滯性通膨質詢 (大約 04:15)
- 台灣央行總裁不曉得「停滯性通膨」(stagflation) 的意義
- 台灣的貨幣政策有未來?

## 《致富的特權》，第7章

- 封閉, 不透明, 專業不足的央行制度



- 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

---



*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).