

# 台灣的匯率政策\*

許嘉棟\*\*

## 一、緒論

各國的中央銀行都肩負有多項政策目標，我國的中央銀行亦同。為了達成這些目標，中央銀行除了藉重貨幣政策與其他政策工具外，匯率政策也是不少國家（包括我國），尤其是開發中國家的重要政策工具之一。然而，由於一則央行所肩負的各項目標彼此常難以兼顧，二則匯率所影響的政策目標層面又很廣泛，三則匯率的變動影響了眾多出口品與進口品的生產者、消費者與生產要素投入者，以及對外有債權者與有債務者等等之利益，而且這些與匯率相關聯者的利害又時常相左，因此各國匯率的水準與走向雖然受到其國人的普遍關注，但是各界對之多有不同的看法，故經常引發熱烈的討論。

在國內，台灣的匯率制度幾經轉折，在 1978 年改為管理浮動匯率制度。其後，央行經常介入匯市，穩定匯率，並藉著壓抑新台幣對外匯價的策略，協助出口與經濟成長，其引發的不利影響是外匯存底累積過速，數度導致貨幣供給過多，國內消費者物價與資產價格因而上揚。在央行同時負有穩定匯率、穩定物價，與協助經濟成長等三項難以同時兼顧之職責的情況下，央行匯率政策宜有的走向，也成了國人與學者專家經常爭論的焦點。

---

\*本論文將發表於 2014 年 5 月 2 日在中央研究院經濟研究所舉辦的「于宗先院士公共政策研討會」。

\*\*許嘉棟現任台灣金融研訓院董事長，並為台灣大學經濟系兼任教授。作者在 1978 年應時任中央研究院經濟研究所所長之于宗先教授的延聘，至中研院經濟所任職。作者謹以此文對於院士長期在推動台灣經濟學術研究、為台灣的經濟發展獻策，以及提攜經濟學界後進等方面的努力與貢獻，表達由衷的敬意與謝意。

本文的目的在對我國的匯率政策，作一簡要的回顧與評述。第二節簡述台灣匯率制度的演變；第三節說明央行制定匯率政策時的主要考量因素；第四節討論匯率政策對匯率穩定、貿易收支、國際收支、經濟成長、外匯存底累積、貨幣供給，以及國內物價等等方面的影響。最後，在第五節對我國的匯率政策作簡要的評述，並提出建議。

## 二、 匯率制度之演變

台灣匯率制度的演變，大體上言，是先由結匯證制度轉變為複式匯率制度，再演變為釘住美元的固定匯率制度，最後調整為管理浮動匯率制度。

### (一) 結匯證制度<sup>1</sup>

台灣在第二次世界大戰結束後，於 1945 年 10 月回歸中華民國，隨後國民政府於 1949 年遷台。迄 1953 年止，台灣由於諸多原因，經歷了一段惡性通貨膨脹的時期。新台幣是在 1949 年 6 月開始發行，初期雖將新台幣與美元的兌換率訂為 1 美元兌 5 元新台幣，但由於外匯嚴重短缺，除了對外匯運用嚴予管理，在 6 月 15 日省政府宣布由舊台幣改為新台幣之幣制改革時，同時採行了結匯證制度。

依據當時初公布的結匯證制度之規定，出口匯入的價款，20%應按官價（1 美元兌 5 元新台幣）售予台銀，其餘 80%則發給結匯證。結匯證可以自由在市場出售或用以進口商品。又進口機器設備、原料與重要物資者，可依官定匯率向台銀申購外匯；其他一般商品之進口，則須

憑結匯證向台銀申購外匯。

採取結匯證制度的目的，一在藉結匯證的買賣，探求「均衡匯率」，二在官定匯率高估新台幣之情況下，透過較高的結匯證匯率鼓勵出口，減少進口，以緩和貿易逆差與外匯的流失。但在實際執行上，由於當時行政指導與管制觀念濃厚、市場機制未受尊重，政府對結匯證的價格持續干預，使官定匯率與結匯證匯率皆明顯高估了新台幣的對外價值，結匯證未能有效發揮調節外匯供需與探求均衡匯率的作用，以致貿易逆差與資金外流嚴重，外匯日益短缺。因此政府終於在 1950 年 12 月放棄自由結匯辦法，改採外匯審核制度；接續在 1951 年 4 月進行外匯改革。

## （二）複式匯率

1951 年 4 月採行的外匯改革，將官定匯率提高為 1 美元兌 NT\$10.30，並採用複式匯率。此官定匯率只適用公營企業進出口結匯，民間出口商出口價額 20% 的結匯，生產器材、原料及民生必需品的進口結匯，以及軍政機關匯出款等；至於民間出口商出口價額其餘 80% 的結匯、其他一般商品的進口結匯、國外普通匯款及僑匯等，都適用結匯證價格。此結匯證價格由一審議委員會每日審定，以適應外匯黑市價格的變動。

政府復於 1951 年 7 月 10 日訂頒〈進口物品結匯審核標準〉，除了規定進口結匯之申請必須經過當局逐件審查之程序外，且對各項進出口

依進口品的相對重要性與出口品的相對競爭力，予以適用不同的結匯證匯率。此一新作法使得原僅為雙元的複式匯率，變成了多元的複式匯率。

此一複式匯率制度以及其他對匯出款項嚴加管制的措施，對改善當時台灣的國際收支頗有助益。惟當時決策者囿於偏低的匯率有助於降低進口成本與國內物價水準之觀念，習於將結匯證價格定在偏低的水準，以致結匯證價格與黑市的美元價格呈現相當大的落差。

1955年2月行政院成立外匯貿易審議委員會（簡稱「外貿會」），將外匯貿易管理業務收回由行政院統籌，並制定1美元等於NT\$15.60的基本匯價。1958年4月外貿會頒布〈改進外匯貿易方案〉，將多元複式匯率簡化為雙元複式匯率。依該方案，除了部分進出口得以依官定基本匯率買賣外匯外，所有其他出口商在依官定匯率結售出口外匯收入之後，可獲得與結售外匯等額的結匯證，其他進口商則須自市場購得等額的結匯證方可依官定匯率結購外匯。此結匯證在市場由進出口商自由交易，其價格可以反映官定匯率與市場均衡匯率的差距，故有鼓勵出口、抑制進口的效果。

1958年11月外貿會復將官定匯率搭配結匯證之作法推廣適用於全國所有的外匯交易，意即所有的外匯交易都得依雙元複式匯率所包含官定匯率與結匯證市價二者之和進行交易。由於此二部分之和可近似反

映市場「均衡匯率」，且此均衡匯率適用於所有的外匯交易，故政府在 1960 年 7 月通知國際貨幣基金（IMF）已完成單一匯率。1963 年 9 月政府進而參考此均衡匯率，將新台幣與美元的官定匯率定為 1 美元兌 NT\$40，同時取消結匯證制度，回歸單純的單一固定匯率制度。隨後，外貿會於 1968 年 9 月裁撤，外匯業務由央行統籌。

### （三） 固定匯率制度

台灣自 1963 年 9 月起，進入釘住美元的固定匯率時期。初期將匯率訂為 1 美元可兌換 40 元新台幣，此一匯率水準對台灣出口產品的國際競爭力有顯著提高的作用。其後，在外銷低利貸款與出口退稅等促進出口措施的配合下，台灣自 1960 年代起，邁入以「出口擴張」帶動經濟成長的時期，故而台灣的商品貿易在 1964 年首度出現小量盈餘。此一商品貿易的差額雖然在隨後的 1965 至 1970 期間再次轉呈赤字，但 1971 至 1974 年則皆出現了 2 億美元以上的盈餘，且盈餘數字逐年擴大，故中央銀行於 1973 年 2 月將新台幣作一次式升值，將與美元的兌換率由原先的 NT\$40 調整為 NT\$38。

隨後，第一次石油危機於 1973 年爆發，我國在 1973 與 1974 年因為石油價格暴漲與美元走弱而引發輸入性通貨膨脹，物價大幅上揚。接著，我國的進出口貿易自 1976 年起又出現大量順差，使貨幣供給快速增加。政府為了使貨幣政策更具自主性、降低國際因素對國內經濟的

衝擊，並順應國際趨勢，乃在 1978 年 7 月 10 日先讓新台幣升值，將匯率由 1 美元兌換 NT\$38 調整為 1 美元兌換 NT\$36；緊跟著在次日的 7 月 11 日宣布放棄固定匯率制度，改為採取機動匯率制度，也就是管理浮動匯率制度。

#### (四) 管理浮動匯率制度

在管理浮動匯率制度下，通常匯率水準是由外匯市場的供需力量決定，央行只在必要時介入外匯市場，藉由買進或賣出外匯影響匯率水準或是匯率的走勢；然而，我國自 1978 年 7 月採取管理浮動匯率制度以來，經常基於各種理由，頻繁參與外匯買賣，左右匯率水準及其走向。

### 三、 匯率政策之考量

依 IMF (2002) 之國際間匯率制度分類，有些國家採取獨立浮動 (independently floating) 匯率制度。在該制度下，其匯率是由外匯市場供需決定，即使貨幣當局進場干預，其目的僅在緩和匯率波動的幅度或防止匯率不當的變動，而不是將匯率建立在某一特定水準。此外，還有「使用外國通貨或共同使用同一通貨」與採用聯繫匯率 (currency board arrangement) 制度的國家，前者的貨幣當局並無匯率可干預，而後者則無法干預、或難以變動匯率水準<sup>2</sup>。

除了以上三類匯率制度的國家，採取其他型式的固定匯率制度或管理浮動匯率制度的國家，多會基於某些原因或政策考慮，經常或偶而介入匯市，

藉著買進或賣出外匯，影響匯率的水準與波動幅度，或引導其升值或貶值。換言之，這些國家為了達成某些目標，將匯率作為政策工具，因此也就有了「匯率政策」這個名詞。雖然在金融全球化的浪潮下，隨著資本移動的日趨自由與全球外匯交易量的快速成長，各國貨幣當局（通常是中央銀行，故以下以央行說明之）藉買賣外匯影響或操控匯率的能力逐漸萎縮，但是央行干預匯率的現象，仍然普遍存在於許多採取固定或管理浮動匯率制度的國家。

各國匯率政策的目標，或是央行藉干預匯市影響匯率的原因，主要包含以下幾項：

1. 穩定匯率：緩和匯率的波動，以利貿易與國際投資之進行；對抗金融風暴期間的投機攻擊；或因應國內政治事件等偶發因素對匯率之衝擊等；
2. 協助出口與經濟成長：藉抑低本國貨幣的對外價值，以提高出口競爭力、促進出口，進而加速經濟成長；
3. 穩定國內物價：在面臨物價上漲或輸入性通貨膨脹之威脅時，藉由升值降低進口品的國內售價以及國內物價水準；
4. 累積外匯存底：為了厚植因應熱錢大量進出或國際投機客投機攻擊之能力，央行以壓低本國貨幣對外匯價形成貿易出超，進而累積外匯存底。

藉著抑低匯價促進出口，並累積外匯存底，常見於開發中國家。在亞洲四小龍（台灣、韓國、香港與新加坡）於上世紀 70 與 80 年代創下「以出口擴張帶動經濟成長」之範例後，許多開發中國家群起效尤。由於匯率是影響

出口競爭力的重要因素之一，故抑低匯率也被許多開發中國家作為提高出口競爭力的手段。又 1997-98 的東亞金融風暴，讓受到嚴重傷害的一些東亞國家自認為學到兩項教訓：一是匯率高估與貿易逆差是引發投機攻擊與金融風暴的主要原因之一；另一是充裕的外匯存底是因應投機攻擊、捍衛本國匯率穩定的必要工具。因此，在東亞金融風暴過後，不少開發中國家，尤其是東亞國家，更是傾向於抑低本國匯率，目的的一方面在獲取促進出口與經濟成長之利益，二方面在避免引發投機攻擊，三方面則還可藉由貿易出超，累積外匯存底，厚植因應金融風暴的能力。

藉抑低匯價或貶值，以促進出口、就業與經濟成長率，原本多只見於開發中國家，但是 2008 年以來接續發生金融海嘯與歐債危機，全球經濟景氣嚴重下滑，美歐日等先進國家也先後走上藉由強烈寬鬆的貨幣政策，引導其貨幣貶值，以提振出口、景氣與就業的道路<sup>3</sup>。

在台灣方面，依據中央銀行法的規定，中央銀行的經營目標包括「促進金融穩定」、「健全銀行業務」、「維護對內與對外幣值之穩定」，以及「於上述目標範圍內，協助經濟之發展」等四項。其中「對內幣值穩定」指的是「國內物價穩定」，「對外幣值穩定」即是「匯率穩定」，而匯率又是影響出口與經濟成長的重要因素，因此匯率即成為央行為了達成此三項經營目標的重要政策工具。

為了探究我國央行是否確實為了達成此三項經營目標，而介入匯市、影



響匯率，楊雅惠與許嘉棟（2005）藉由央行最適干預行為分析，將三個代表央行三項干預目標之變數引入傳統的新台幣匯率決定方程式，並以 1987 年 7 月至 2002 年 9 月的月資料進行實證估計。此項實證研究的結果顯示，代表央行三項干預目標的三個變數對新台幣匯率都有顯著的影響：“當經濟景氣不佳時，央行藉干預引導新台幣貶值；當國內物價有膨脹之虞時，央行則引導新台幣升值；又央行的確有藉買賣外匯，使匯率的變動呈現部分調整，以緩和匯率波動幅度的情事。”<sup>4</sup>此外，該研究比較將央行干預因素納入與未納入的兩套匯率決定方程式，發現有納入此三項干預目標變數的新台幣匯率決定方程式，對樣本外的新台幣匯率之預測表現較佳。故而，上項研究印證我國央行確實以協助經濟成長、穩定國內物價及穩定匯率為目標，進行匯市干預。

此外，由於我國國情特殊，不只仍然面對大陸的武力威脅，且在國際外交上處於孤立狀態，當面臨投機攻擊時難獲國際奧援，因此有必要多持有外匯存底，以備不時之需。此一想法普遍存在於政府與民眾心中，故而前述央行干預匯市、影響匯率的第四個原因—累積外匯存底，在台灣對央行的匯率政策也產生了重大的影響，促使央行傾向於壓低對外匯價，以擴大貿易出超，累積外匯存底。

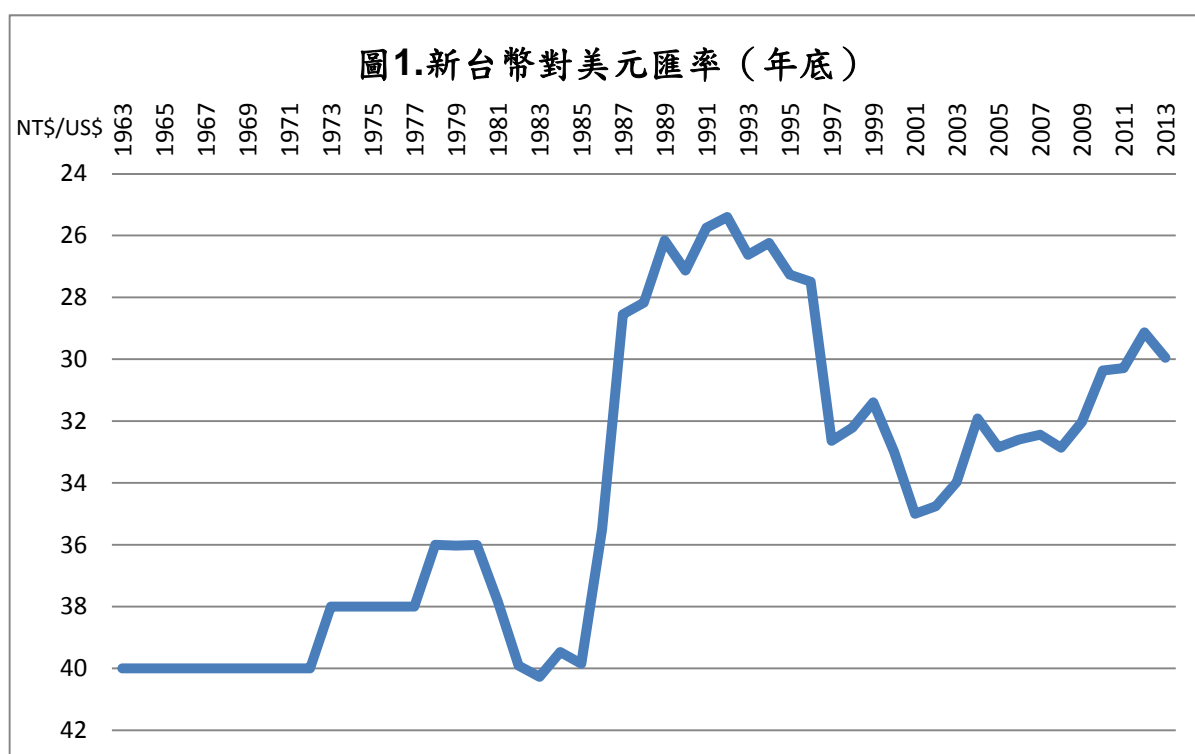
再者，央行雖然是行政院下設置的政府機關之一，但它也被定位為政府的事業單位，必須賺取盈餘，充裕國庫收入。我國中央銀行的盈餘以及對國

庫收入的貢獻，可參見許嘉棟（2010）與許嘉棟等（2014，第九章第五節）。統計數字顯示，自 2003 年起，央行的繳庫盈餘占中央政府決算歲入的比例都在 10% 以上。而根據此二文獻的分析，央行盈餘的多寡，與外匯存底的數量與匯率水準有關：若外匯存底越多，或是新台幣匯價越低（即新台幣貶值），央行的盈餘也將越多。因此，若行政院或立法院強求央行提高盈餘，即有可能迫使央行累積更多外匯存底或抑低新台幣匯價<sup>5</sup>。

#### 四、 匯率政策之影響

##### （一） 新台幣匯率水準之變化

〔圖 1〕所示，為自 1963 年我國正式採行單一匯率制度以來新台幣與美元間的年底兌換率。在 1963 至 1978 年採取固定匯率期間，新台幣曾經兩度對美元升值，已如第一節所述。自 1978 年 7 月改為採取管理浮動匯率制度以來，新台幣對美元在 1980-83 期間呈貶值趨勢；但在 1986-89 期間，於美國壓力下大幅升值；其後，於 1997-98 受到東亞金融風暴侵襲，轉呈大幅貶值；隨後，1 美元兌換新台幣的匯率多在 31~34 之間狹幅波動，在 2012 與 2013 期間新台幣方曾短暫升破 30 關卡。



資料來源：中央銀行、CEIC 資料庫

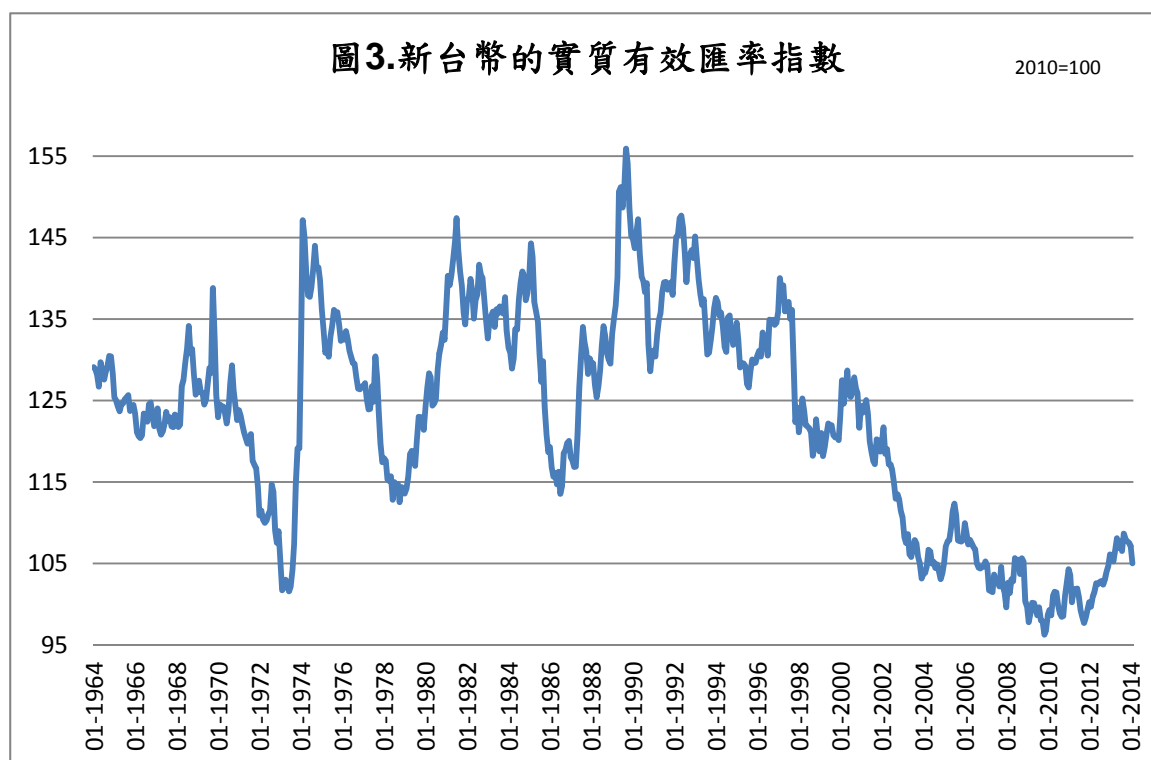
美元只是外幣的一種，將多種外幣同時納入考慮，足以代表一國貨幣對外價值的較周全匯率指標，是名目有效匯率指數。〔圖 2〕所示為新台幣自 1964 年以來的名目有效匯率指數。根據該圖，新台幣的對外幣值在採取管理浮動匯率之後的 1978 至 1989 期間，大體呈現升值趨勢（其間在 1985 至 1986 上半年曾顯著貶值）；隨後至 2009 年底止轉呈貶值趨勢；自 2010 年起，則轉為緩步升值。



資料來源：BIS

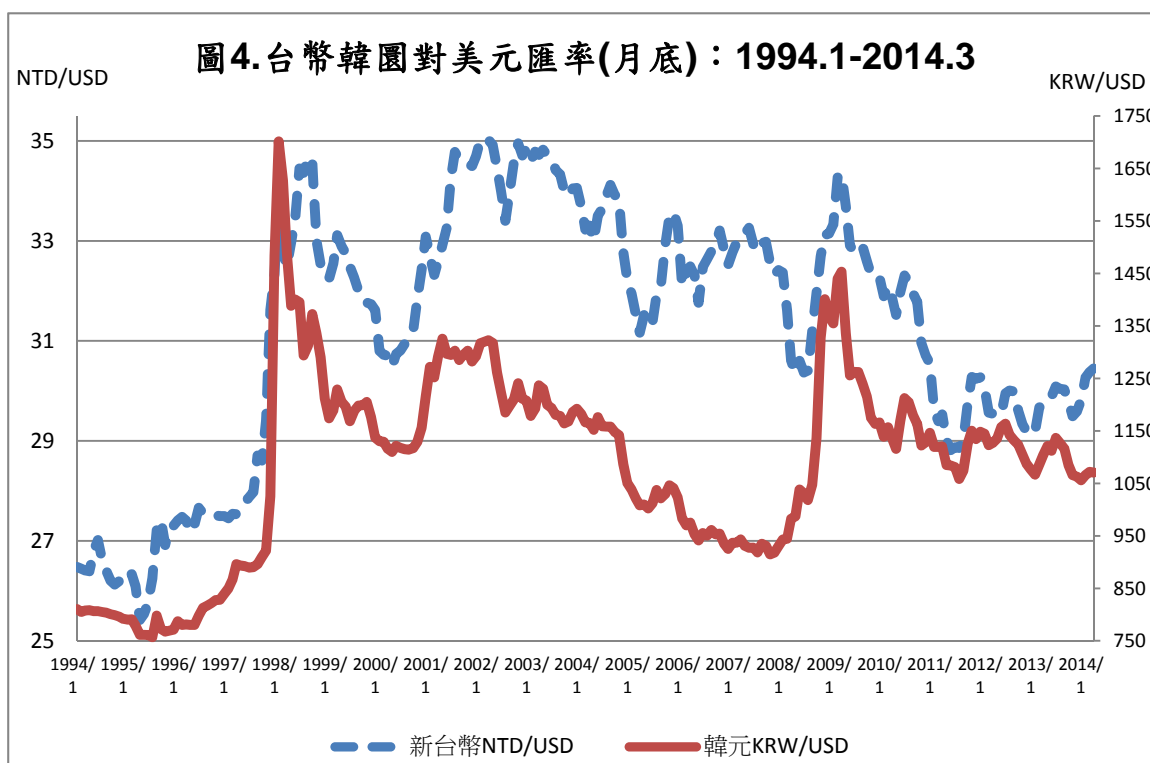
將多種外幣之匯率以及本國與外國物價之變動皆納入考慮，足以代表本國商品在國際市場上之競爭力的匯率指標，是實質有效匯率指數。

〔圖3〕所示為新台幣的實質有效匯率指數。此圖顯示在1964至1989年期間，新台幣的實質有效匯率曾經歷三波起伏；而自1989年至2009年，實質有效匯率指數大體呈現下滑趨勢，意即該期間的貶值提高了台灣產品的國際市場競爭力。隨後，自2010年以來，實質有效匯率指數略有上揚。

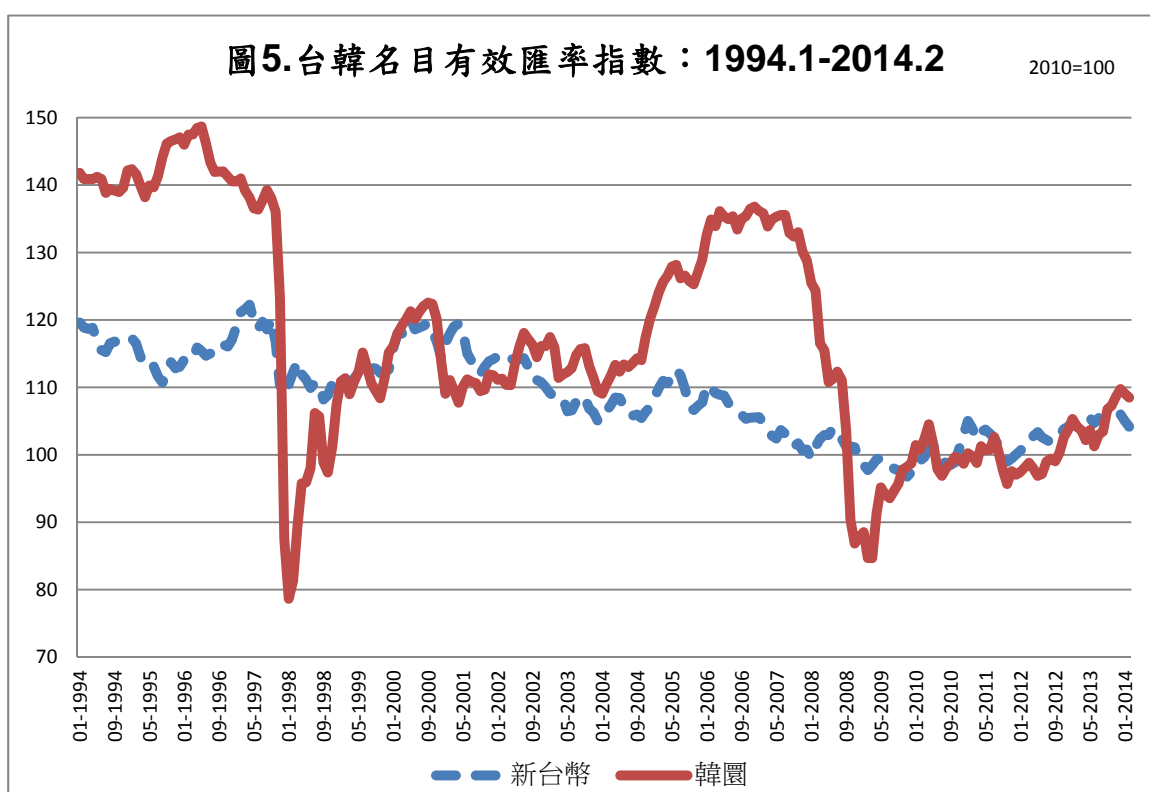


資料來源：BIS

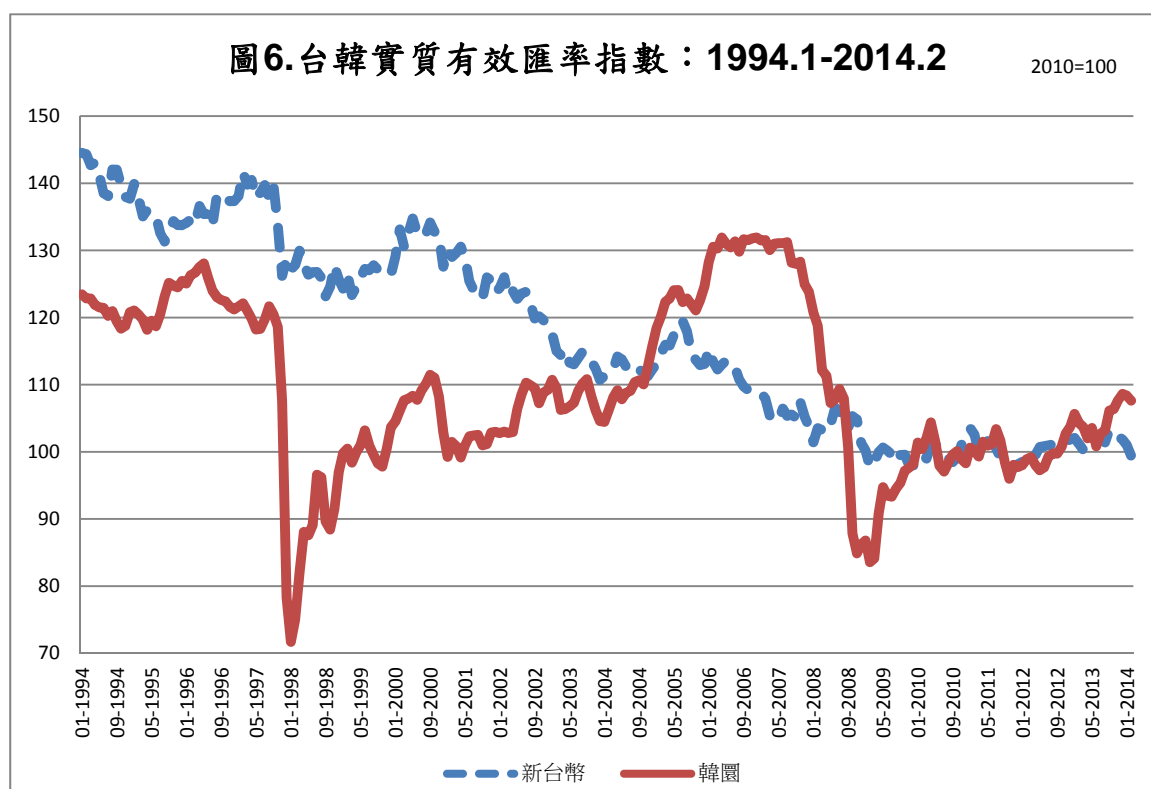
我國央行在穩定匯率方面的努力與成效，可透由台灣與韓國匯率變動的比較來觀察。〔圖 4〕、〔圖 5〕與〔圖 6〕為自 1994 年以降，近 20 年來新台幣與韓圓對美元匯率、名目有效匯率指數與實質有效匯率指數之比較。在與美元的兌換率方面，就 1994 至 2013 整段期間觀察，新台幣在 25 至 35 的範圍內變動，韓圓的波動範圍則為 750 至 1750；若只就東亞金融風暴結束後的 1999 年以來期間比較，韓圓匯率的起伏也遠大於新台幣。就名目有效匯率與實質有效匯率觀察，新台幣匯率的穩定程度更是明顯遠勝過韓圓。



資料來源：中央銀行



資料來源：BIS



## (二) 貿易差額、經濟成長率與國際收支

匯率水準直接影響出口、進口與貿易淨額（淨出口），進而影響經濟成長率與國際收支。在浮動匯率或管理浮動匯率制度下，國際收支會回過頭來影響匯率水準。在央行匯率政策的影響下，台灣的出口、進口與淨出口占 GDP 比例，如〔表 1〕所示，在 1960 年代，台灣的進出口貿易仍存在赤字，但自 1970 年代起，出現貿易順差，而且此一順差（淨出口）占 GDP 比例快速攀升，在 1985-89 期間甚至高達 12.24% 的驚人數字。此一淨出口比重在新台幣大幅升值後，於 1990 年代大幅縮減，然後由 1990 年代下半葉的 2.08% 又逐漸回升至 2010-2013 的 7.67%。此一出超比例在國際間仍屬偏高。

表 1. 台灣的進出口與淨出口占 GDP 比例

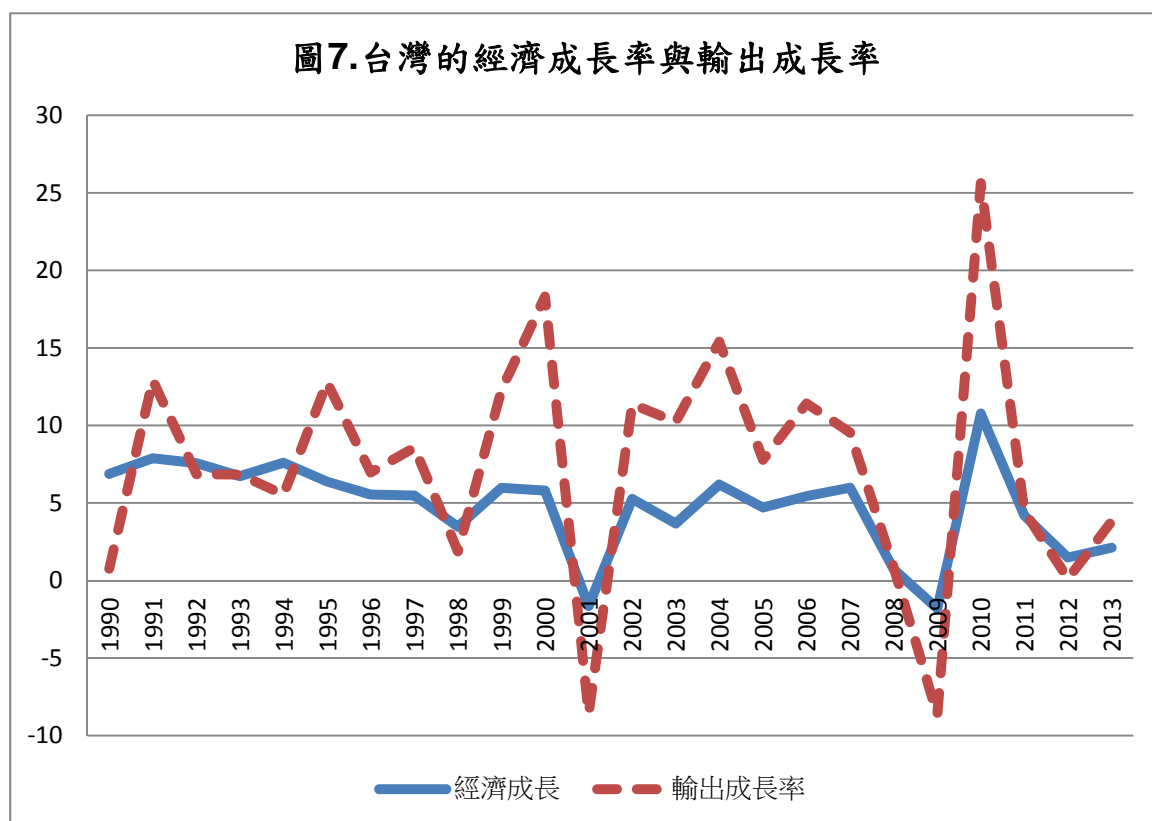
單位：%

	出口	進口	淨出口
1960-1969	18.88	21.69	-2.82
1970-1979	43.53	41.80	1.73
1980-1984	51.58	46.63	4.95
1985-1989	54.05	41.81	12.24
1990-1994	44.14	41.54	2.60
1995-1999	47.22	45.14	2.08
2000-2004	54.41	49.30	5.10
2005-2009	67.61	61.20	6.41
2010-2013	74.02	66.35	7.67

資料來源：主計總處

在匯率對經濟成長的影響方面，偏低的匯率有促進出口、加速經濟成長的作用。〔圖 2〕所顯示的新台幣名目有效匯率指數，自從在 1994 年降至 130 以下之較低水準後，大抵持續呈現下跌走勢；此有提升我國出口產品在國際市場上的競爭力之作用（具體顯現在〔圖 3〕實質有效匯率指數的下滑），進而帶動出口的擴張與經濟成長率。〔圖 7〕顯示在 1994 年至 2013 年的過去 20 年期間，除了在 1994、1998、2001、2008、2009 與 2012 等少數 6 年，其他 14 年的輸出成長率都比經濟成長率為高，故出口成為帶動經濟成長的主要力量。





資料來源：行政院主計總處

進一步以〔表2〕所示國內需求（包括民間消費、政府消費、投資與存貨變動）與淨出口（輸出減去輸入）對1994年以來台灣經濟成長率之貢獻觀察，在1994至1999期間，主要由於受到1997-98東亞金融風暴之負面影響，故淨出口對經濟成長率的平均貢獻為負值；然而，進入21世紀之後，淨出口對經濟成長率的貢獻即多超過國內需求，故在2000-2013期間內，淨出口對經濟成長率的貢獻平均高達2.26%，占全期平均經濟成長率3.78%的60%。

表 2. 國內需求及淨出口對經濟成長率的貢獻

單位：%

年	經濟成長率	國內需求	淨出口
1994	7.59	7.53	0.06
1995	6.38	6.06	0.31
1996	5.54	5.32	0.21
1997	5.48	8.75	-3.27
1998	3.47	6.75	-3.29
1999	5.97	2.71	3.27
2000	5.8	5.65	0.15
2001	-1.65	-6.21	4.56
2002	5.26	2.84	2.42
2003	3.67	2.37	1.3
2004	6.19	7.34	-1.15
2005	4.7	1.85	2.86
2006	5.44	0.95	4.49
2007	5.98	1.34	4.65
2008	0.73	-2.11	2.84
2009	-1.81	-3.24	1.42
2010	10.76	8.07	2.69
2011	4.19	0.49	3.58
2012	1.48	0.07	1.25
2013	2.11	1.47	0.63
<b>1994-1999 平均</b>	<b>5.74</b>	<b>6.19</b>	<b>-0.45</b>
<b>2000-2013 平均</b>	<b>3.78</b>	<b>1.49</b>	<b>2.26</b>
<b>1994-2013 平均</b>	<b>4.36</b>	<b>2.90</b>	<b>1.45</b>

資料來源：行政院主計總處

淨出口增加有提升經濟成長率的作用；淨出口本身則是台灣國際收支盈餘的主要來源。惟形成國際收支者，除了貿易收支（商品貿易帳），還有所得與移轉支出、資本帳與金融帳等。雖然自 1987 年大幅開放資本管制以來，台灣的金融帳多呈現淨流出的現象，然而主導台灣的國際

收支者，主要仍為商品貿易帳。〔表 3〕顯示，由於我國的商品貿易多呈現大量順差，故而除了在 1988、1989、1990、1995、1997 與 2007 少數幾年，因資金大量流出，以致金融帳出現鉅幅赤字之外<sup>6</sup>，其他各年台灣的國際收支皆呈現順差，導致央行的準備資產增加。

表 3.台灣的商品貿易淨額與國際收支

年	單位：百萬美元	
	商品貿易淨額	國際收支 <sup>a</sup>
1984	9,263	3,976
1985	11,153	6,525
1986	16,910	23,322
1987	20,160	28,093
1988	13,690	-1,392
1989	16,115	-780
1990	14,807	-3,918
1991	15,683	9,659
1992	12,718	1,367
1993	11,450	1,541
1994	11,849	4,622
1995	13,235	-3,931
1996	17,543	1,102
1997	13,881	-728
1998	10,315	4,827
1999	14,706	18,593
2000	13,672	2,477
2001	20,561	17,353
2002	24,920	33,664
2003	26,137	37,092
2004	17,363	26,595
2005	19,456	20,056
2006	24,229	6,086
2007	30,445	-4,020
2008	18,478	26,274
2009	30,553	54,126

<b>2010</b>	26,513	40,173
<b>2011</b>	28,306	6,239
<b>2012</b>	31,608	15,484
<b>2013<sup>b</sup></b>	37,014	11,318

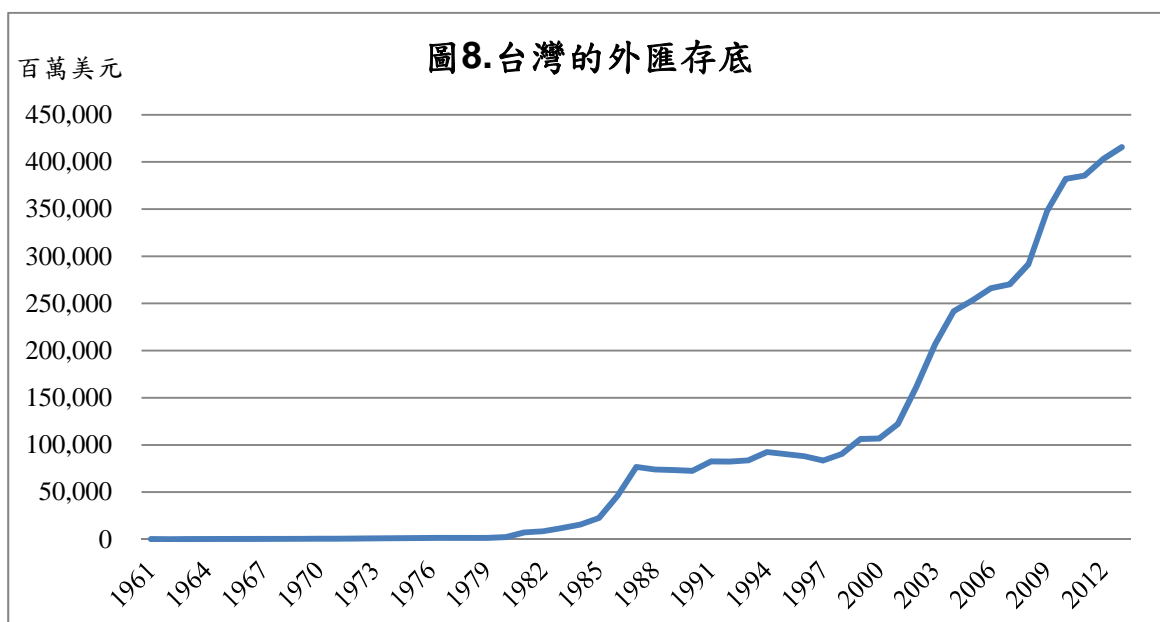
資料來源：中央銀行，《金融統計月報》

說明：a.為國際收支表上「A至D合計」之數值，也就是「準備資產」予以變動符號後之數值。

b.2013年數值為初步估計數。

### (三) 外匯存底與貨幣供給

在商品貿易長期維持大量順差、國際收支呈現盈餘，中央銀行又力求維護新台幣匯率穩定，不欲令新台幣升值之情況下，台灣的國際收支盈餘多由央行買進，成為其準備資產。此一方面導致央行的國外資產，也就是外匯存底快速累積，另一方面也導致準備貨幣與貨幣供給的迅速增加。



資料來源：中央銀行

[圖8] 所示為我國央行外匯存底的走勢圖。央行的外匯存底在

1963 年底首度突破 1 億美元，達 1.77 億；至 1973 年底為 10.26 億美元，超過 10 億；再隔十年，於 1983 年底達 118.59 億美元，超越 100 億大關；至 1995 年 6 月底累積至 1,004 億<sup>7</sup>；然後，迅速於 2003 年、2009 年與 2012 年分別突破 2,000 億、3,000 億與 4,000 億美元。

央行外匯存底的增加，除了源自央行從外匯市場將國際收支順差所產生的超額外匯供給予以買進，部分是來自央行運用外匯存底所賺進的外匯孳息，另外還有央行以美元以外的外幣保有的外匯存底，因該等外幣與美元兌換率的變化而產生的兌換損益。在這三項導致外匯存底變化的因素中，居最重要地位者，仍為央行自外匯市場買進外匯。而央行買進外匯，必然導致準備貨幣與貨幣供給的增加。

表 4. 準備貨幣與央行國外資產淨額之變動

單位：新台幣億元

期間	外匯存底變動量 (億美元) (1)	央行國外資產 淨額變動量* (2)	準備貨幣 變動量 (3)
1980-84	142	5,596	1,936
1985-89	576	21,438	7,934
1990-94	192	3,475	5,133
1995-99	137	6,317	-255
2000-04	1,493	41,257	744
2005-09	1,065	32,672	5,863
2010-13	686	22,301	8,168

資料來源：中央銀行，《中華民國台灣地區金融統計月報》

\*已剔除匯率變動因素

〔表 4〕所示為 1980 年以來，央行國外資產淨額（外匯存底）增加對準備貨幣的影響。台灣的外匯存底在 1979 年底僅有近 14 億美元，至 2013 年底已累積至 4,168 億美元。表中第（1）欄所顯示各期間外匯存底的增加量，帶來第（2）欄央行國外資產淨額的增加，對應使準備貨幣也產生了同樣的增加量。又第（2）欄與第（3）欄之比較清楚顯示，除了在 1990-94 期間，其他各期間央行買匯所導致準備貨幣的增加量（第（2）欄）皆遠大於同期間準備貨幣的實際增加量（第（3）欄）。此一方面表示央行買匯是自 1980 年以來造成台灣準備貨幣擴張的最主要因素，另一方面也表示央行在買進外匯時，確曾努力進行公開市場操作，藉著大量發行乙種國庫券、定期存單或儲蓄券，以及擴大收受金融機構轉存款等方式，收回買匯所釋出的新台幣（此即沖銷），否則準備貨幣的增加量當不只如第（3）欄所示。

#### （四） 國內物價

外匯存底快速累積，透過使貨幣供給增加，進而對國內物價形成了三波助漲的作用。

##### 1. 1970 年代的兩次消費者物價上漲

在 1973 至 1974，以及 1979 至 1981 兩次能源危機期間，台灣的消費者物價大幅上揚，其原因除了主要可歸咎於國際原油價格大幅上升所引發的「輸入性通貨膨脹」外，在兩次能源危機爆發前，

台灣的大量貿易順差引起貨幣供給增加過速，亦難脫干係。在1972、1973、1977與1978年，台灣的對外貿易各出現4.74億、6.91億、8.50億與16.60億美元的順差，這些順差所賺取的外匯，在固定匯率制度下悉數由央行買進，使得該四年的貨幣供給M1B分別出現34.1%、50.4%、33.6%與37.0%的成長率，M2成長率亦高達32.5%、29.8%、32.0%與31.0%。

Tsiang (1982) 指出這幾年的偏高貨幣供給增加率孕育了往後數年消費者物價上漲的溫床，國際能源危機的爆發，則適時點燃了台灣物價的大幅上揚。也由於在固定匯率制度下，容易引發因貿易出超導致央行外匯資產猛增，因而貨幣供給快速增加、物價失控之情況，因此蔣碩傑 (1973) 早在第一次能源危機爆發時，即提出台灣應改為採取浮動匯率制度之建議。

## 2. 1980年代下半葉的資產泡沫

1980年代下半葉，台灣出現的資產泡沫，更是對國內影響重大，令國人難以遺忘的一段痛苦經歷。〔表5〕所示為台灣1980年代下半葉與股市泡沫相關的一些數據。台灣在該期間由於內需不振，對應產生鉅幅貿易順差，淨出口占GDP百分比在1985、1986與1987年各高達13.10%、18.72%與15.82%。在央行不願讓新台幣快速大幅升值之情況下，這些出超所賺得外匯多由中央銀行買進，使貨幣

供給成長迅速，以致 M1B 成長率於 1986 與 1987 年各達到 51.4% 與 37.7%。在資金過剩下，全民沉迷於金錢遊戲，除了流行簽賭六合彩、大家樂外，炒作房地產與股票更是蔚為風潮。

表 5. 1980 年代台灣的金融統計與股市泡沫

	出超 (海關統計, 百萬 美元)	淨出口 /GDP (%)	外匯存底 (百萬美元)	貨幣供給成長率 (%)		年平均 股價指 數變動 率(%)	CPI 上 漲率	年底匯率 (NT\$/US\$)
				M1B	M2			
1983	4,836	8.37	11,859	18.4	26.4	37.11	1.37	40.27
1984	8,497	10.51	15,664	9.3	20.1	33.35	-0.04	39.47
1985	10,624	13.10	22,556	12.2	23.4	-14.54	-0.15	39.85
1986	15,680	18.72	46,310	51.4	25.3	26.71	0.69	35.50
1987	18,695	15.82	76,748	37.7	19.0	125.99	0.52	28.55
1988	10,995	7.14	73,897	24.4	20.3	143.66	1.28	28.17
1989	14,039	6.40	73,224	6.1	18.4	65.62	4.42	26.16
1990	12,498	4.34	72,441	-6.7	11.0	-21.36	4.12	27.11

資料來源：經濟部，進出口貿易統計；主計總處，國民所得統計與物價統計；中央銀行，金融統計月報。

貨幣供給雖然成長快速，但該期間受惠於開放進口、降低關稅、國際物價平穩以及新台幣升值等有利因素，台灣的消費者物價(CPI)相當穩定，故貨幣供給過剩的衝擊完全顯現在資產價格上面<sup>8</sup>。房地產價格在該期間有相當幅度的上揚，股價更是飆漲，成為股市泡沫。股價指數在 1986 年 10 月 17 日突破 1,000 點後，在不到三年半的



期間內，於 1990 年 2 月 10 日盤中曾衝抵 12,682 點的最高峰。隨後在央行大幅調升存款準備率的強烈緊縮措施下，股市泡沫破滅，在不到 8 個月的期間內，股價指數於 1990 年 10 月 1 日回跌至該波的最低點 2,485 點，跌幅高達 8 成。

在房地產方面，在該期間房地產價格緊跟著股價狂飆。以台北市住宅價格為例，1986 年每坪平均為 6.72 萬元，1990 年漲至 36.87 萬元，漲幅達 449%。台灣的預售屋及新成屋的平均每坪單價，亦由 1987 年的約 6 萬元上漲至 1989 年的約 19 萬元。然而，隨著央行在 1989 年 2 月對不動產授信祭出包括降低貸款成數、訂定最高貸款限額與期限等選擇性信用管制措施，以及股市於 1990 年 3、4 月間開始崩跌，台灣房地產價格也開始欲振乏力，自 1993 年起逐漸下降。

由於當時民眾的股市及房地產投資資金多來自投資者本身的儲蓄，向銀行借錢之比例低，故這一次的資產泡沫破滅，對台灣的經濟成長與失業率等沒有造成顯著不利的影響。不過這一波的資產投機泡沫在腐蝕人心方面則帶來不容忽視的傷害。台灣人民從 1980 年代末期開始沉迷於大家樂、六合彩與股票等金錢遊戲之後，勤儉致富、敬業安貧的美德逐漸逝去，藉投機炒作、賺取機會財與容易到手的錢快速累積財富的心理快速形成，對 1990 年代以後的台灣，

在敬業精神、工程品質、食品安全與社會治安等許多方面，造成嚴重的負面影響。

### 3. 2009 年以來的房價上漲

台灣自從進入 21 世紀以來，每年維持占 GDP5%以上的貿易出超，中央銀行對快速累積外匯存底所釋出的準備貨幣，並未予以完全沖銷，故準備貨幣與貨幣供給都呈現相當幅度的成長。又自 2008 年起，接續爆發美國次級房貸風暴、全球金融海嘯與歐洲主權債務危機，央行為了緩和國際經濟金融情勢惡化對國內經濟景氣與金融穩定的衝擊，採取一系列的貨幣寬鬆措施，遂使國內形成資金過剩、各金融市場利率長期維持低檔之局面。在社會的餘裕資金欠缺適當投資與運用管道之情況下，許多資金湧向房地產市場，自 2009 年起推升了北部都會區的房地產價格。

## 五、 政策評述與建議

我國的中央銀行肩負有維護國內物價穩定、維護匯率穩定，以及協助經濟發展之職責。此外，作為一個國營事業機構，央行也有賺取盈餘、充裕國庫收入的任務。央行的這四項任務，皆與匯率政策息息相關；惟同一匯率政策，對這四項任務可能產生不同方向的影響。例如抑低新台幣對外匯價的措施，有促進出口、就業、景氣與經濟成長的效果，但將導致進口物價與國內物價上揚，故不利於物價穩定。再者，抑低新台幣對外匯價使貿易順差擴大，

外匯存底與貨幣供給因而增加，一方面有提升央行外匯孳息與繳庫盈餘的效果，另一方面則有促使消費者物價或資產價格上揚的不利作用。此外，在金融全球化、資金移動的自由度越來越高的情況下，央行若欲維護匯率穩定，必將導致貨幣供給隨著國際收支的盈虧而增加或減少，以致犧牲了對貨幣供給的控制能力，也就是喪失了貨幣政策的自主性，進而影響國內的消費者物價或資產價格的穩定性。

台灣自 1963 年採行單一匯率以來，歷經固定匯率與管理浮動匯率制度之轉折。於過去 50 年期間內，大體而言，中央銀行運用匯率政策，在維持匯率穩定、協助經濟成長，以及賺取盈餘、充裕國庫收入等三項任務上，都有不錯的表現，但由於央行傾向於抑低新台幣對外匯價，以協助出口與經濟成長，故而偏低的匯率透過貿易出超與國際收支盈餘，以及外匯存底的快速累積，曾數度引發貨幣供給成長過快，以致在 1970 年代兩次能源危機期間、1980 年代下半葉，以及 2009 年以來的三段期間導致消費者物價或資產價格的大幅上漲。

故而，國內學者對央行的匯率政策，時有「重經濟發展、輕物價穩定」、「阻升不阻貶」、「重匯率穩定、喪失貨幣政策自主性」，以及「以穩定匯率之名，行協助出口之實」等的評論<sup>9</sup>。此外，國內學者專家也時常擔心，央行是否會因政府（行政院與立法院）課以太高繳庫盈餘之任務，而扭曲了貨幣與外匯政策。

綜合言之，我國匯率政策的主要考量，除了匯率穩定外，側重於協助出口與經濟成長；而且匯率政策主導了台灣的貨幣政策與貨幣供給，進而影響了台灣的消費者物價與資產價格的穩定性。

目前，國內資金相當寬鬆，導致房地產價格難以平抑。此狀況的形成，除了肇因於央行自 2003 年以來，刻意以寬鬆的貨幣政策刺激經濟景氣以外，央行持續買入外匯、快速累積外匯存底更是主要導因。雖然台灣因為國情特殊，有必要累積較多的外匯存底，但是目前的外匯存底持有量已過多，而且兩岸關係緩和，繼續增持外匯存底的必要性降低。央行允宜在匯率政策上改弦更張，減少外匯存底的累積，並提高沖銷比例，以避免資金過剩狀況持續惡化。

減少累積外匯存底之作法，意謂著在國際收支出現盈餘時，央行應讓新台幣適度升值。此作法固然不利於出口與經濟成長，但出口競爭力與經濟成長力道的提升，不能長期依賴央行低估新台幣匯價的單一策略，財政部、經濟部與其他部會亦應多分擔責任，提出有效的措施，包括簽署自由貿易協定、擴張性的財政政策、推動產業結構調整等。

簡言之，央行以偏低的新台幣對外匯價協助經濟成長，已持續做了許多年，故在協助經濟成長方面，央行已善盡其職責，甚至已做到超出該做的程度，故宜回歸到「維護物價穩定」(包含房地產價格之穩定)的首要政策任務。

附註：

1. 有關結匯證制度與複式匯率之說明，可參閱柳復起(1975)、潘志奇(1985，第四章)，以及許嘉棟等(2014，第三章)。本節對結匯證制度與複式匯率之說明內容，主要參採自許嘉棟等。
2. IMF(2002)將國際間匯率制度分為八大類。有關此分類，以及獨立浮動匯率制度、「使用外國通貨或共同使用同一通貨」與聯繫匯率制度之定義，可參見中央銀行(2003，頁57)。
3. 此一全球競貶之趨勢，可參閱許嘉棟(2013)。
4. 引述自楊雅惠與許嘉棟(2005，頁38)。
5. 此外，強求央行追求盈餘也將扭曲央行的貨幣政策。相關討論可參見許嘉棟(2010)與許嘉棟等(2014)。
6. 這幾年金融帳出現大量赤字，各有其導因：台灣在1987年7月大幅開放外匯管制，故1988與1989年大量國人資金趁機外流；1990年國民大會選舉總統，國民黨分裂成兩組候選人競選，政治不安，導致資金外逃；1995年下半年至1996年3月在台灣首度舉行總統直選期間，中國大陸以試射飛彈對我武力威脅，再次引發資金外逃；1997年係因東亞金融風暴侵襲；2007年則主要是因為大幅開放壽險業對外投資所致。
7. 央行的外匯存底雖然在1995年6月突破1000億美元，不過旋因〔註5〕所述中國大陸的試射飛彈引發資金外逃，央行為了穩定匯率拋售外匯，故

外匯存底快速下降，至 1996 年 3 月只剩 830 億美元。央行從該水準再逐漸累積，其間又經歷東亞金融風暴之侵襲，外匯存底再次折損，至 1999 年 8 月底才回復到超過 1000 億美元的 1001 億。

8. 1980 年代下半葉台灣貨幣供給、股市狂潮與物價的關係，可參閱 Yang and Shea (1996) 之討論。該文指出該期間股市與房地產交易的熱絡，亦有助於緩和貨幣供給對消費者物價的衝擊。
9. 近幾年國內學者間有關央行是否「阻升不阻貶」的討論，可參閱陳旭昇、吳聰敏 (2008)、吳聰敏 (2011)、吳致寧等 (2012) 與陳旭昇 (2014)。

參考文獻：

中央銀行 (2003)，《中華民國中央銀行之制度與功能》，中央銀行。

吳致寧、黃惠君、汪建南、吳若璋 (2012)，「再探臺灣匯率制度」，《經濟論文叢刊》，第 40 卷第 2 期，頁 261-288。

吳聰敏 (2011)，《經濟學原理 (下冊)》，翰蘆圖書公司，台北市。

柳復起 (1975)，「台灣由通貨膨脹到金融穩定的金融發展」，收錄於邱正雄主編，《台灣貨幣與金融論文集》，第二章，聯經出版公司，頁 31-69。

陳旭昇 (2014)，「央行『阻升不阻貶』？再探臺灣匯率不對稱干預政策」，《經

濟論文叢刊》，即將出版。

陳旭昇、吳聰敏（2008），「臺灣匯率制度初探」，《經濟論文叢刊》，第36卷第2期，頁147-182。

許嘉棟（2010），「勿把央行當金雞母」，《台灣銀行家》，1月，頁8-9。

許嘉棟（2013），「全球競貶如何善了？」，《台灣銀行家》，3月，頁6-9。

許嘉棟、許振明、吳中書（2014），《台灣中央銀行的發展、政策與職能》，台灣的金融體制與發展系列之二，台灣金融研訓院（即將出版）。

楊雅惠、許嘉棟（2005），「新台幣匯率與央行干預行為」，《台灣經濟預測與政策》，35卷2期，頁23-41。

潘志奇（1985），《台灣光復初期台灣通貨膨脹的分析》，聯經出版公司。

蔣碩傑（1973），「外匯資產猛增所引起金融危機之對策」，打字稿；收錄於邱正雄主編（1975），《台灣貨幣與金融論文集》，聯經出版公司，頁437-57。

International Monetary Fund（2002），*Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*, International Monetary Fund.

Tsiang, S.C.（1982），”Monetary Policy in Taiwan,” in Li, K.T. and T.S. Yu, eds., *Experiences and Lessons of Economic Development in Taiwan*, Academia Sinica, Taipei, pp.165-85.

Yang, Y. H. and J. D. Shea（1996），”Money and Price in Taiwan in the 1980s,” in Ito, T. and A. O. Krueger, eds., *Financial Deregulation and Integration in East Asia*, NBER-East Asia Seminar on Economics, Volume 5, Univ. of Chicago Press, pp.229-43.