

眾說紛紜的匯率政策

吳中書

中華經濟研究院

匯率政策研討會

中央研究院經濟所主辦

2014. 01. 17

綱 要

- 央行目標與貨幣工具
- 匯率的影響管道與決定因素
- 匯率、物價與產出
- 匯率政策的爭議
- 結語

央行的經營目標

中央銀行法總則第二條：

1. 促進金融穩定
2. 健全銀行業務
3. 維護對內、對外幣值的穩定
4. 於上述目標範圍內，協助經濟的發展

中間目標與政策工具

- 中間目標：廣義貨幣供給M2成長率
- 短期操作目標：準備貨幣目標值
- 貨幣政策工具：公開市場操作、準備金制度、貼現窗口制度、金融機構轉存款、選擇信用管道、道德說服

匯率制度

- 1978年7月由固定匯率制度改採機動匯率制度（管理浮動匯率制度）
- 如何管理？均衡匯率如何決定？
- 管理匯率與中間目標或最終目標的關聯性為何？
- 短期與長期目標

匯率的影響管道

- 貿易條件
- 進、出口價格的直接轉嫁效果
- 對進口原物料乃至薪資，國內生產成本之間接轉嫁效果
- 預期匯率對利率、物價、貨幣市場與資本市場
- 匯率波動之不確定性對定價與貿易活動之影響

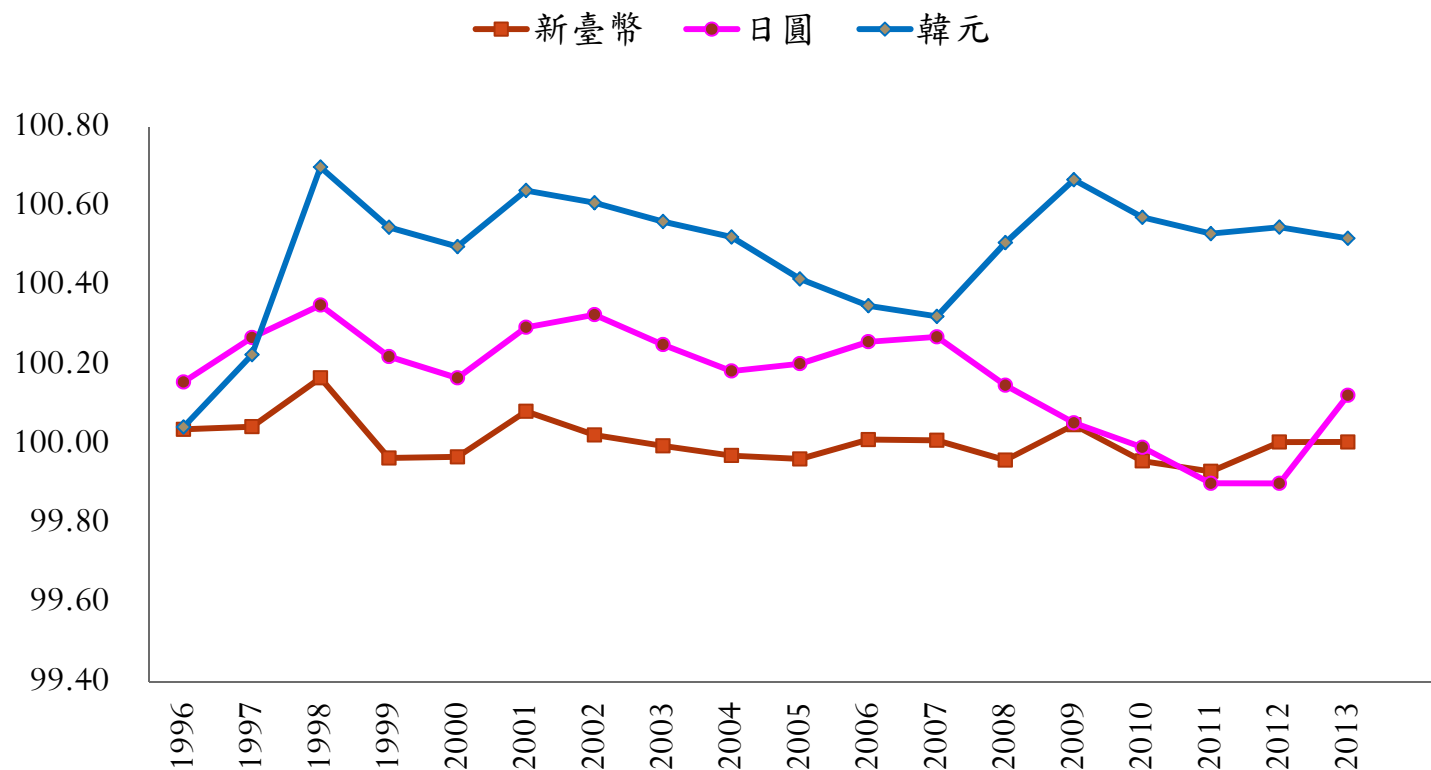
- 由於匯率與利率兩者都是影響經濟體系的重要變數，因此部份國家如加拿大與紐西蘭在1990年代將匯率與利率的線性加權（稱之為Monetary Conditions Index）作為貨幣政策操作目標。
- 我國利率長期走低，可以將匯率視為操作目標，但此操作目標如何與官方所敘述的操作目標準備貨幣相聯結並不清楚，此外，此操作目標與中間目標M2成長率以及最終目標之聯結，央行在最終目標上有所敘述，但在中間目標上討論不多。

匯率的影響因素

- 國內、外相對經濟成長
- 國內、外相對通膨
- 國內、外相對利率
- 貿易收支
- 資本流動
- 貨幣政策
- 財政收支
- 制度變革
- 生產力
- 預期匯率
- 其他（政治、天然資源、金融市場、管制措施…）

- 影響匯率的因素多元且難以及時瞭解
- 實證匯率的估測並不容易
- 文獻實質均衡匯率與實證匯率有一段距離
- =>如何管理？

圖1 新臺幣、日圓以及韓元兌美元匯率趨勢圖



資料來源：中央銀行全球資料網
註：1995年=100

- 美元兌新台幣匯率相對韓元與日元穩定
- 具有反景氣循環特性
- 韓圓反景氣循環更為明顯
- 美元兌新台幣變動區間非常有限
19年期間（1995～2013）之年平均在26至35之間
- 何種策略為佳？

表1 1995年來台灣經濟成長、通膨與匯率之變化

單位：%

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
經濟成長	6.38	5.54	5.48	3.47	5.97	5.8	-1.65	5.26	3.67	6.19	4.7	5.44	5.98	0.73	-1.81	10.76	4.19	1.48	1.74*
CPI	3.66	3.08	0.9	1.69	0.17	1.25	0	-0.2	-0.28	1.61	2.3	0.6	1.8	3.52	-0.86	0.96	1.42	1.93	0.79
匯率	26.48	27.46	28.66	33.45	32.27	31.23	33.80	34.58	34.42	33.42	32.17	32.53	32.84	31.52	33.05	31.64	29.46	29.61	29.77

資料來源：行政院主計總處，中央銀行網站。

註：*2013為預測值

匯率政策有關的爭議

- 阻升不阻貶？

- ◆ 為何要升？

- 正面

- 長期貿易順差，外匯累積至4,000多億美金
- 大麥克、星巴克、…等指數顯示新台幣低估

- ◆ 反面

- 經濟成長逐階段下滑，失業率居4小龍之冠
- 2000年後通縮壓力大於通膨
- 2000年後利率低且收益曲線平躺

- 為何不貶值支撐出口？

- ◆ 應貶值的觀點

- 台灣面臨通縮壓力內需不足時，應支持出口業
- 日韓貶值不利我國出口

- ◆ 不應貶值的觀點

- 日韓貶值各有其背景，台幣不宜隨之起舞
- 貶值後造成進口成本上揚，隨時間會抵銷貶值效應
- 貶值使金融機構付出更大的避險成本
- 貶值不利進口原物料、民生物資價格易受影響

- 我國的自然失業率、潛在產出與自然通膨為何？

資本流動的管制

- 總體理論不可能的三人組（impossible trinity）
固定匯率、自由資本移動、獨立貨幣政策
- 央行法第34條
央行得視對外收支情形，調節外匯供需，以維持有秩序之外匯市場
- 管理外匯條例第5條
掌理外匯業務機關辦理下列事項：
 - (1)調節外匯供需，以維持有秩序之外匯市場
 - (2)民間對外匯出、匯入款項之審核
 - (3)外匯收支之核算、統計、分析與報告

- 為了管理匯率、維持貨幣獨立性、資本移動的管制為必然措施
- 我國金融體系的發展願景為何？
- 配合此願景，資本市場應如何規劃？
- 資本管制階段性的發展策略為何？

平衡點位置的選取

- 資本管制、監管愈嚴格，創新與效率愈無法發揮
- 管制與監管愈鬆，風險愈無法控制
- 平衡點的選取與金融發展願景、經濟發展階段息息相關，我國是如何規劃此平衡點的發展？

- 1970年代我國開始推動自由化、國際化與制度化，近二十年來整體自由化、國際化與制度化的腳程變慢了，部份原因是因為在轉型過程中配套措施的不足，疲於充補；另一方面層出不窮的金融事件，例如90年代股市、房地產泡沫破滅所衍生、華隆、東隆五金等弊案，1997年、98年亞洲金融風暴，2000年doc.com，2001年7月設置金融重建基金以來，共處理了47家基層金融機構，9家銀行與信託投資公司，其間，雙卡事件、不良債券以及2008年金融海嘯，2013年更處理了國華人壽，使主管機關對金融自由化愈加保守。

幾個觀察

- 亞洲金融風暴、網路泡沫、金融海嘯，亞洲各國皆經歷過類似的事件，為何我國無法出現如香港匯豐、新加坡星展、以及韓國的Mirae等國際知名金融機構？
- 20年前在四小龍中我國金融業的競爭力在伯仲間，20年後我國金融業國際競爭力如何？
- 當受管制較少的製造業在國際上開疆拓土，足跡遍佈世界各處時，為何受管制較多的金融業無法伴隨而行，人才不足？資本不足？資訊不足？

- 長期低迷且平躺的收益曲線，如何健全資本市場功能、推動金融商品評價、風險分級、健全的社保與年金財務規劃？
- 低迷的長短期利率，狹窄的存放款利差，是資本市場效率或是壽險業與銀行業的長期未爆彈？
- 長期高儲蓄，接近零的實質利率，促成房地產價格節節高升，是榮景？還是重蹈90年代的覆轍？加深中的財富分配不均，社會要付出何種代價？

表2 台灣各天期利率

單位：%

	金融業拆款 (隔夜加權平均)	一個月期存 款牌告利率	一年期存款 牌告利率	政府公債- 10年期	五大銀行放款 平均利率	實質利率 (1年期利率-CPI)
1995	6.191	5.14	6.73	-	8.324	3.07
1996	5.439	5.02	6.02	5.99	7.727	2.94
1997	6.845	5.21	6.03	6.41	8.358	5.13
1998	6.556	4.66	5.44	5.18	7.582	3.75
1999	4.771	4.42	5.03	6.06	6.908	4.86
2000	4.732	4.34	5	5.44	6.548	3.75
2001	3.692	2.13	2.41	4.99	4.462	2.41
2002	2.046	1.48	1.86	3.3	3.486	2.06
2003	1.097	1.05	1.4	2.28	2.355	1.68
2004	1.061	1.15	1.52	2.69	2.159	-0.09
2005	1.312	1.5	1.99	1.95	2.285	-0.31
2006	1.552	1.71	2.2	2.00	2.374	1.6
2007	1.998	2.09	2.62	2.34	2.847	0.82
2008	2.014	0.91	1.42	2.18	2.348	-2.1
2009	0.109	0.47	0.89	1.51	1.341	1.75
2010	0.185	0.67	1.13	1.39	1.392	0.17
2011	0.341	0.88	1.36	1.37	1.531	-0.06
2012	0.428	0.88	1.36	1.21	1.519	-0.57
2013/11	0.386	0.88	1.36	1.7	1.766	0.69

資料來源：中央銀行網站

結語

根據歷年來台灣通膨與匯率變動的幅度，央行在達成維護對內、對外幣值穩定之經營目標上相當卓著。然而如何隨著經濟的發展，將平衡點由防弊有紀律的平衡興利，顧及整體資本市場與金融產業的長期穩健發展，協助金融產業營造國際競爭力，以達成央行經營目標之前兩項，促進金融穩定與健全銀行業務，是個重要且關鍵的議題。

結語

經濟發展已多元化，上述任務的達成，無法單由央行獨立完成，各部會若能夠正視我國資本市場與金融產業發展所遭遇的問題，務實的規劃願景，擬定有前瞻性解決方案，彼此合作落實相關措施，相信對於建立優質高效率的資本市場與穩健且具國際競爭力的金融產業一定有相當大的助益。

報 告 完 畢

敬 請 指 教