

# 匯率政策及貨幣政策的角色


許振明

台灣大學經濟學系教授

2014年01月17日

## 楔子

- 傳統的國際貨幣經濟及國際金融教科書對於總體經濟政策的目標，為達到對內均衡（**Internal Balance**）及對外均衡（**External Balance**）。
- 對內均衡主要是維持低失業率、高平均每人所得、低通膨的目標。外部均衡主要是維持國際收支的平衡，亦即維持國際貿易及國際金融交易的正常支付，避免外匯存底不足造成國家破產。



# 一、台灣當前經濟困境



➤ 景氣低迷、失業率持續居高不下、薪資低落、經濟動能不足、恐將陷入長期停滯狀態

(Stationary economy)。

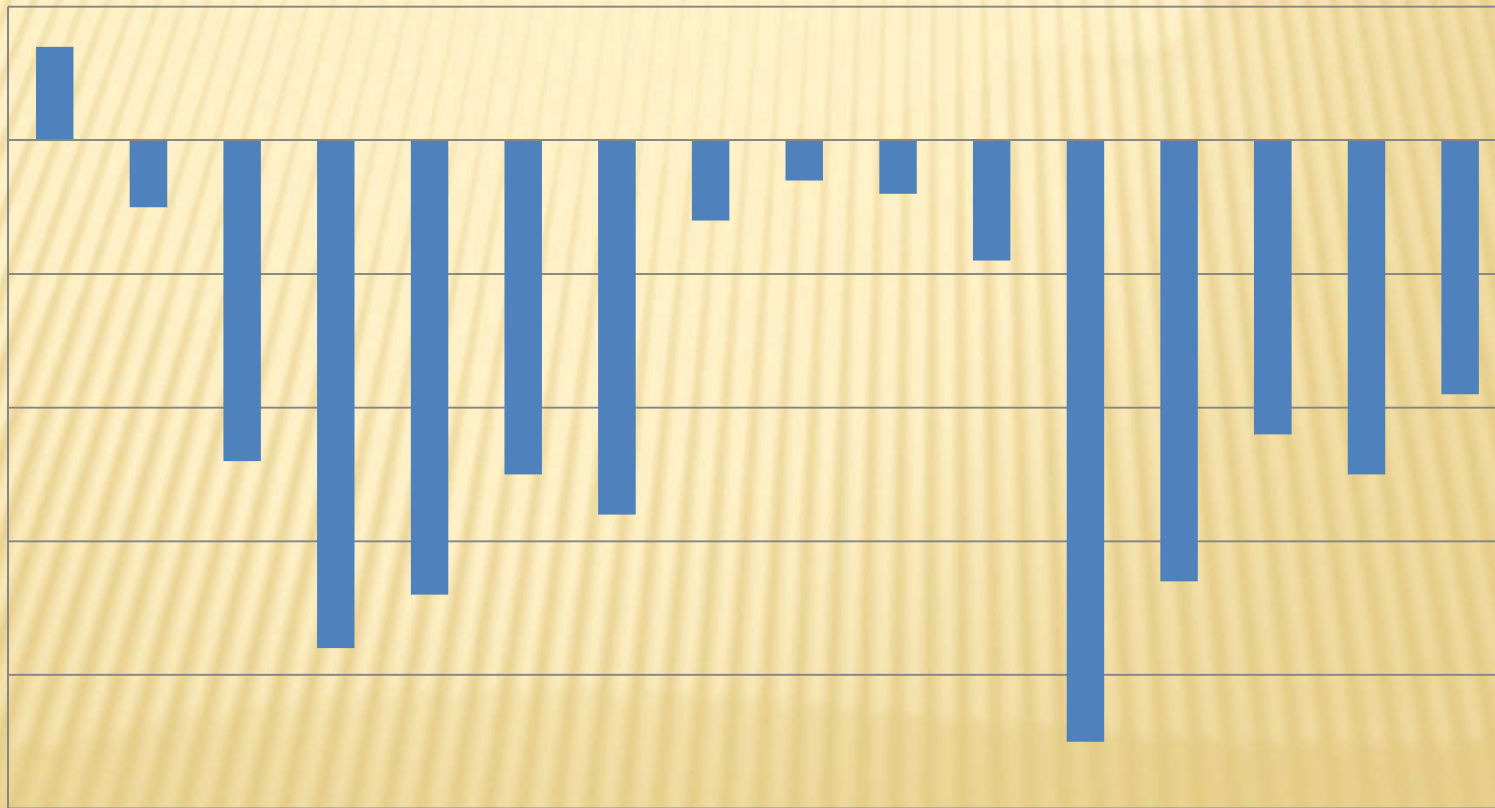
➤ 政府似乎已盡全力、無計可施。雖然資金充斥市面，但公共投資卻持續衰退、民間投資意願持續低落、消費持續低迷不振、大量的超額儲蓄及過多的資金紛紛往國外移動。

➤ 台灣恐怕要再陷失落的十年，重蹈1998到2008的困境。

- 國內資金閒置的情況可由**超額儲蓄**觀察，就國內「**儲蓄率**」與「**投資率**」的差距來看，**1998年**時兩者差距僅**1.25%**，但是近年來卻都將近**10%**。民間有錢卻不願意投資，超額儲蓄狀況有愈加嚴重的趨勢。

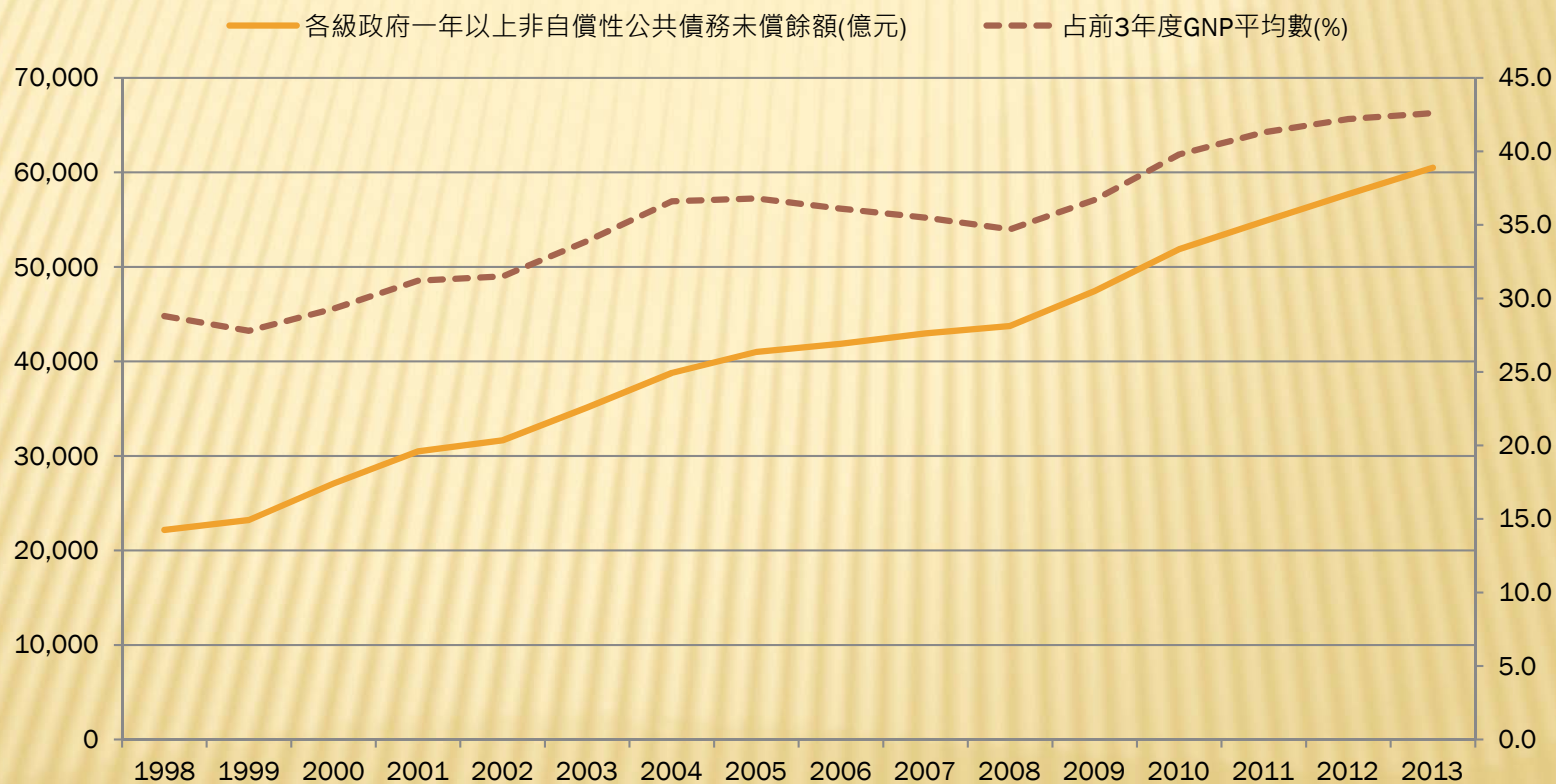
年(季)別	國民儲蓄毛額		國內投資毛額		儲蓄與投資差額			
	金額	占GNP比率	金額	占GNP比率	金額	占GNP比率	占儲蓄毛額	占投資毛額
	(百萬元)	(%)	(百萬元)	(%)	(百萬元)	(%)	比率	比率
93年	3,358,052	28.61	2,693,089	22.94	664,963	5.67	19.80	24.69
94年	3,360,991	27.94	2,667,855	22.17	693,136	5.76	20.62	25.98
95年	3,709,512	29.55	2,776,953	22.12	932,559	7.43	25.14	33.58
96年	4,023,379	30.38	2,855,809	21.56	1,167,570	8.82	29.02	40.88
97年	3,668,077	28.36	2,826,311	21.85	841,766	6.51	22.95	29.78
98年	3,562,028	27.62	2,208,399	17.13	1,353,629	10.50	38.00	61.29
99年	4,429,792	31.68	3,035,232	21.71	1,394,560	9.97	31.48	45.95
100年(r)	4,225,239	29.97	2,859,070	20.28	1,366,169	9.69	32.33	47.78
101年(r)	4,189,270	28.83	2,794,080	19.23	1,395,190	9.60	33.30	49.93
102年(f)	4,392,111	29.48	2,790,207	18.73	1,601,904	10.75	36.47	57.41
103年(f)	4,538,151	29.79	2,907,222	19.08	1,630,929	10.70	35.94	56.10

- 近年來各級政府歲入歲出餘絀占GDP比率皆為負值，顯示財政赤字問題仍然嚴重。





- 自1998年以來，政府債務持續擴大，若加上退休金等潛藏債務，已經超過法定債限上限，未來舉債空間不大，恐陷入「財政懸崖」。

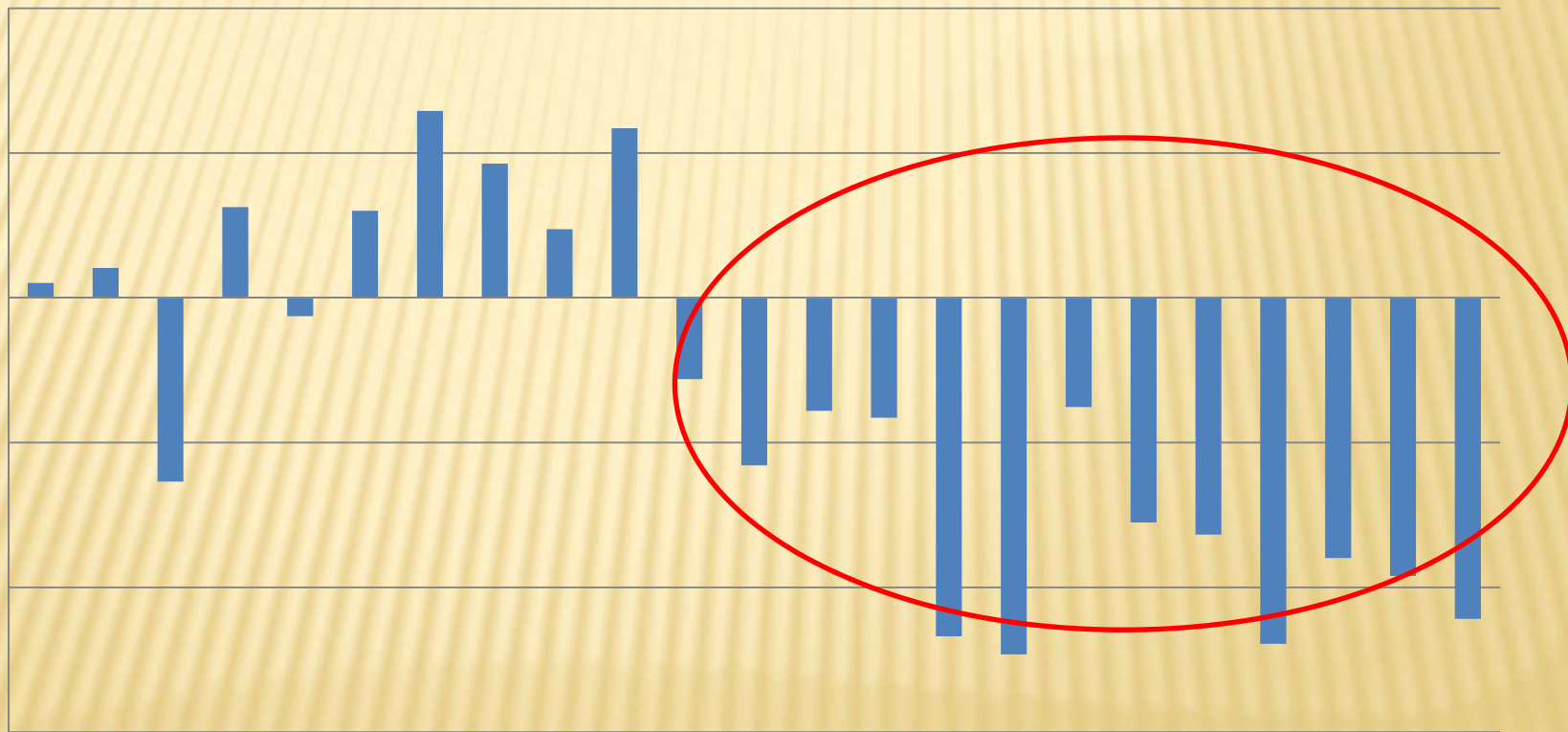


- 公共投資自2011Q1起，已連續11季負成長；而民間投資近幾季雖出現正成長，但相較於2009Q4~2011Q2皆為兩位數以上的正成長，仍有明顯的落差。

固定資本形成毛額				
	1.公共部門		2.民間	
	原始值	年增率(%)	原始值	年增率(%)
2008Q1	126,750	7.97	546,078	9.66
2008Q2	146,506	12.18	538,717	-7.21
2008Q3	161,268	7.89	527,398	-13.39
2008Q4	221,267	10	397,944	-28.33
2009Q1	133,926	5.66	361,601	-33.78
2009Q2	161,602	10.3	365,608	-32.13
2009Q3	179,357	11.22	454,266	-13.87
2009Q4	239,349	8.17	457,870	15.06
2010Q1	120,048	-10.36	501,757	38.76
2010Q2	187,098	15.78	507,118	38.71
2010Q3	173,242	-3.41	614,421	35.26
2010Q4	248,252	3.72	536,268	17.12
2011Q1	117,088	-2.47	572,742	14.15
2011Q2	171,937	-8.1	558,858	10.2
2011Q3	164,396	-5.11	572,028	-6.9
2011Q4	225,994	-8.97	482,926	-9.95
2012Q1	102,686	-12.3	531,245	-7.25
2012Q2	150,389	-12.53	539,677	-3.43
2012Q3	148,497	-9.67	590,498	3.23
2012Q4	204,556	-9.49	504,839	4.54
2013Q1	101,145	-1.5	557,726	4.98
2013Q2	136,219	-9.42	564,897	4.67
2013Q3	135,992	-8.42	586,104	-0.74



- 金融帳連13季淨流出，累計流出金額達1,020億美元（約3兆元台幣）。資金外流，除代表國內投資機會不多外，某種程度也意味著內、外資對國內金融商品興趣缺缺。



- 目前台灣的經濟表現不甚樂觀，IMF最新的經濟預測已經直言台灣2013年的經濟表現將只領先日本，在亞洲地區名列倒數第二。而主計處也在早先將2013年經濟成長率下修至1.74%；2014年預測也大幅下修至2.59%。

表 B-1 經濟成長率

單位：%

	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年(f)	2014年(f)
全 世 界							
Global Insight 估測值	1.7	-1.9	4.3	3.1	2.6	2.5	3.3
中 華 民 國	0.7	-1.8	10.8	4.2	1.5	1.7	2.6
美 國	-0.3	-2.8	2.5	1.8	2.8	1.8	2.5
加 拿 大	1.2	-2.7	3.4	2.5	1.7	1.7	2.4
日 本	-1.0	-5.5	4.7	-0.6	1.4	1.7	1.8
德 國	1.1	-5.1	4.0	3.3	0.9	0.6	1.8
法 國	-0.1	-3.1	1.7	2.0	0.0	0.2	0.5
英 國	-0.8	-5.2	1.7	1.1	0.1	1.4	2.6
義 大 利	-1.2	-5.5	1.7	0.6	-2.6	-1.9	-0.3
新 加 坡	1.7	-0.8	14.8	5.2	1.3	3.8	3.6
韓 國	2.3	0.3	6.3	3.7	2.0	2.7	3.5
香 港	2.1	-2.5	6.8	4.9	1.5	3.0	3.7
中 國 大 陸	9.6	9.2	10.4	9.3	7.7	7.7	8.1
泰 國	2.5	-2.3	7.8	0.1	6.5	2.9	3.9
馬 來 西 亞	4.8	-1.5	7.4	5.1	5.6	4.5	5.0
菲 律 賓	4.2	1.1	7.6	3.6	6.8	6.7	5.8
印 尼 尼	6.0	4.6	6.2	6.5	6.2	5.7	5.0
巴 西	5.2	-0.3	7.5	2.7	0.9	2.5	3.1
印 度	3.9	8.5	10.5	6.3	3.2	4.6	5.6
俄 羅 斯	5.2	-7.8	4.5	4.3	3.4	1.7	2.7
越 南	6.2	5.3	6.9	6.0	5.0	5.3	5.6

資料來源：行政院主計總處「國民所得統計」；各國統計月報；Global Insight。

- 世界銀行1月14日公布最新經濟預測，調高2014年全球經濟成長率預測值，由原先的3%調高至3.2%，此舉有利於我國出口貿易的復甦。而台灣經濟成長率雖也上修至3.6%，但仍居四小龍之末。

	2014年世界銀行經濟成長率預測值
台灣	3.6%
韓國	3.7%
香港	4%
新加坡	4%



➤ 出口仍是台灣經濟成長的主要動力來源。

表 C-16 國際經常收支差額占GDP之比率

單位：%

年 別	中華民國	美 國	日 本	德 國	法 國	英 國	義大利	加拿大	韓 國	新加坡	中國大陸
1999	2.6	-3.2	2.6	-1.2	2.9	-2.3	0.7	0.3	5.5	16.9	1.9
2000	2.7	-4.0	2.4	-1.7	1.7	-2.5	-0.5	2.7	2.8	10.9	1.7
2001	6.3	-3.7	2.4	1.6	2.0	-2.0	-0.1	2.3	1.7	13.7	1.3
2002	8.6	-4.2	2.7	2.0	1.4	-1.7	-0.8	1.7	1.3	12.3	2.4
2003	9.5	-4.5	3.5	1.9	0.7	-1.6	-1.3	1.2	2.4	22.5	2.8
2004	5.6	-5.1	3.6	4.7	0.5	-2.0	-1.0	2.3	4.5	16.2	3.6
2005	4.7	-5.7	3.8	5.1	-0.5	-2.6	-1.7	1.9	2.2	21.1	5.9
2006	6.8	-5.8	4.2	6.3	-0.6	-3.3	-2.6	1.4	1.5	24.8	8.6
2007	8.7	-4.9	4.8	7.5	-1.0	-2.5	-2.5	0.8	2.1	27.3	10.1
2008	6.7	-4.6	2.5	6.2	-1.8	-1.5	-2.9	0.4	0.3	13.8	9.1
2009	11.0	-2.6	3.5	6.0	-1.5	-1.7	-1.9	-3.0	3.9	16.0	5.2
2010	9.0	-3.0	3.5	6.1	-1.7	-3.3	-3.5	-3.1	2.9	24.0	5.1
2011	8.6	-3.0	1.6	5.6	-2.2	-1.9	-3.3	-2.8	2.3	24.6	2.8
2012	10.2	-2.9	0.9	-	-	-	...	...	3.8	18.6	-
2013	-	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...

資料來源：1. 中央銀行經濟研究處「中華民國台灣地區金融統計月報」；  
 2. 美國商務部普查局「Economic Indicators」；3. 各國統計月報；  
 4. IMF「International Financial Statistics」

➤ 相較亞洲四小龍，台灣失業率仍然偏高。

表 G-2 失業率

單位：%

	2010年	2011年	2012年	2013年				...
				9月	10月	11月	12月	
中華民國	5.2	4.4	4.2	4.2	4.2	4.2	...	
美國	9.6	9.0	8.1	7.2	7.3	7.0	...	
日本	5.1	4.6	4.4	4.0	4.0	...	...	
德國	7.1	6.0	5.5	5.2	5.2	...	...	
加拿大	8.0	7.5	7.2	6.9	6.9	6.9	...	
英國	7.8	8.0	7.9	...	...	...	...	
韓國	3.7	3.4	3.2	3.0	3.0	...	...	
新加坡	2.2	2.0	2.0	1.8	...	...	...	
香港	4.3	3.4	3.3	3.3	3.3	3.3	...	

資料來源：摘自行政院主計總處「人力資源統計」。

附註：1. 香港失業率係3個月（當月與前2個月）的平均值。

2. 各國均為季節調整後資料。

3. 新加坡整體失業率係含外籍就業者在內之全體失業率。



## 二、央行貨幣政策

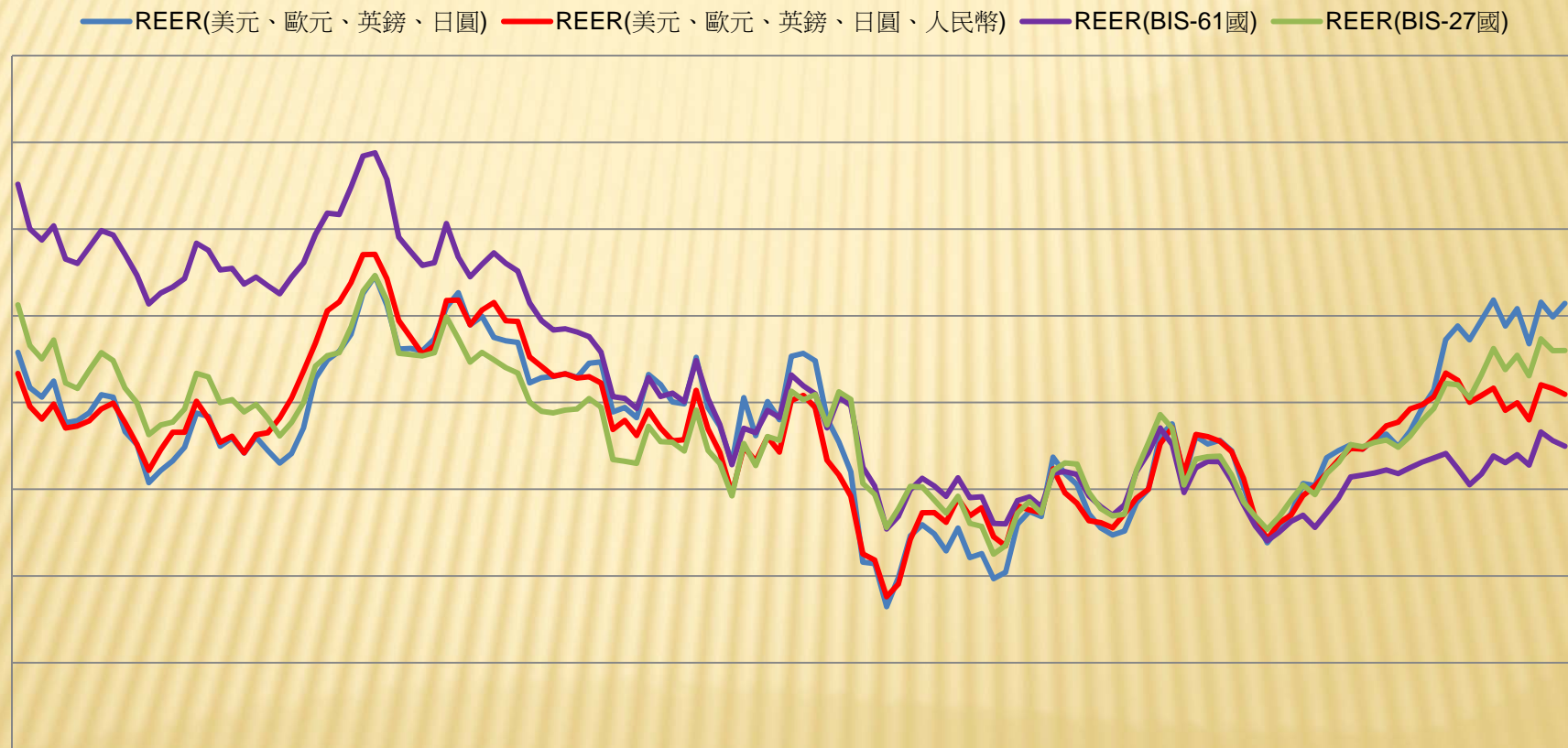


- 面對當前經濟困境，政府無計可施，是否貨幣政策可以作為助力來刺激經濟景氣，進一步突破經濟成長停滯的威脅？
- 誠如世界銀行上修今年全球經濟成長率預測值至3.2%，目前以美國及歐元區為首的全球經濟正逐步邁向復甦，對我國出口擴張有極大的助益，但考量出口競爭對手，例如韓國及東南亞國家、甚至中國大陸，如何提振出口恐有賴央行的貨幣政策及匯率政策，尤其是匯率政策。
- 新台幣進一步貶值恐怕是突破困境的唯一出路！

- 金融海嘯以來，美國、日本、英國、歐元區的央行採取非傳統的寬鬆貨幣政策（QE），目的在擴大民間的財富，透過股票市值及房地產價值的提升，讓財富增加以便刺激消費（**Milton Friedman**的恆常所得效果）。
- 這樣的做法，也可改善銀行、保險公司及生產事業的資產負債表，以促進他們的投資，避免通貨緊縮，這就是企業以及金融機構的資產負債表效果（**James Tobin**的資產負債表效果）。
- 綜上，QE政策的持續擴張在於藉由消費及投資的提升來擴大內需，以振興經濟。



- 以我們自行估算及BIS-27國的新台幣實質有效匯率指數來看，基於促進經濟成長的考量，目前新台幣確實有貶值空間。





- 台灣物價相對主要國家，尤其是亞洲四小龍，是較為穩定的，讓新台幣貶值帶動出口並促進經濟成長，應不至於產生通貨膨脹的疑慮。

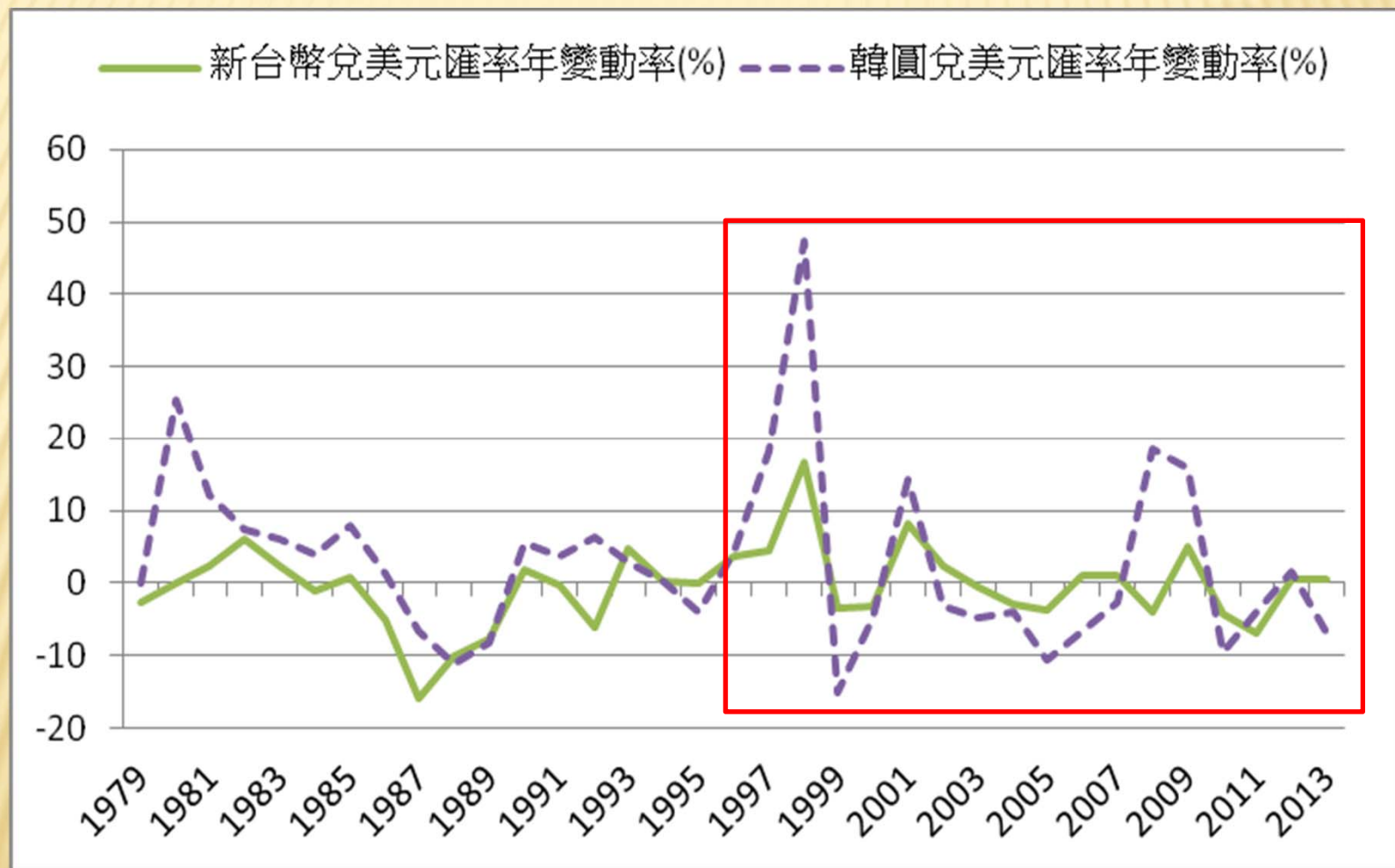
表 H-1 主要國家消費者物價年增率

單位：%

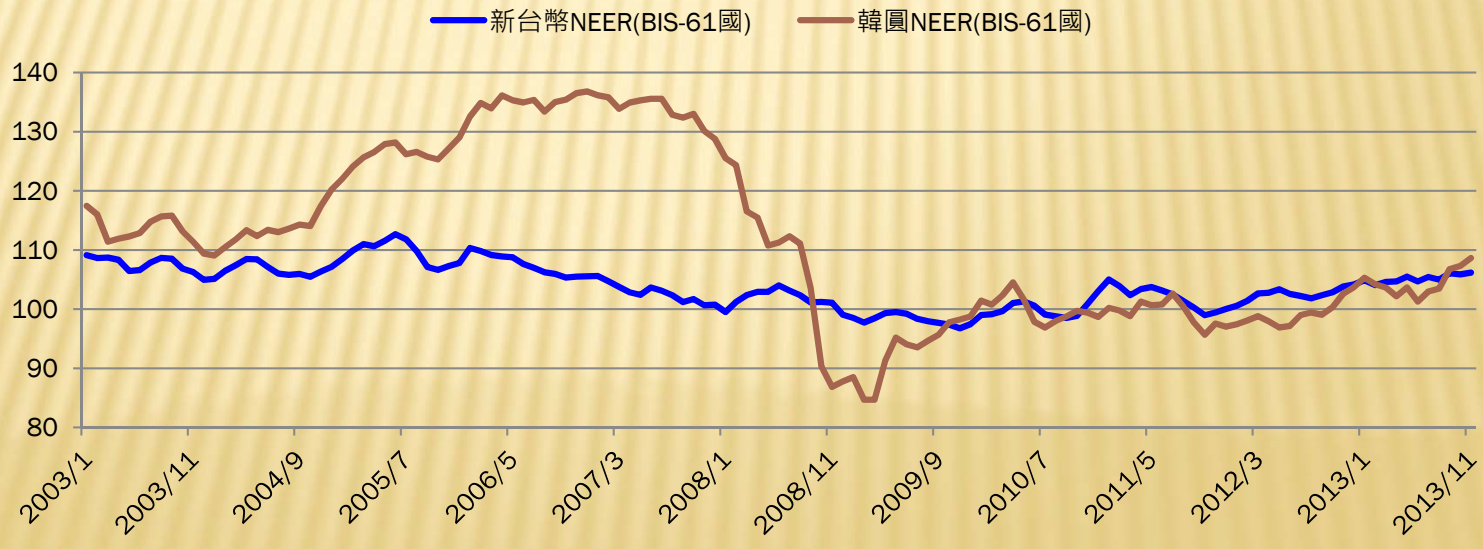
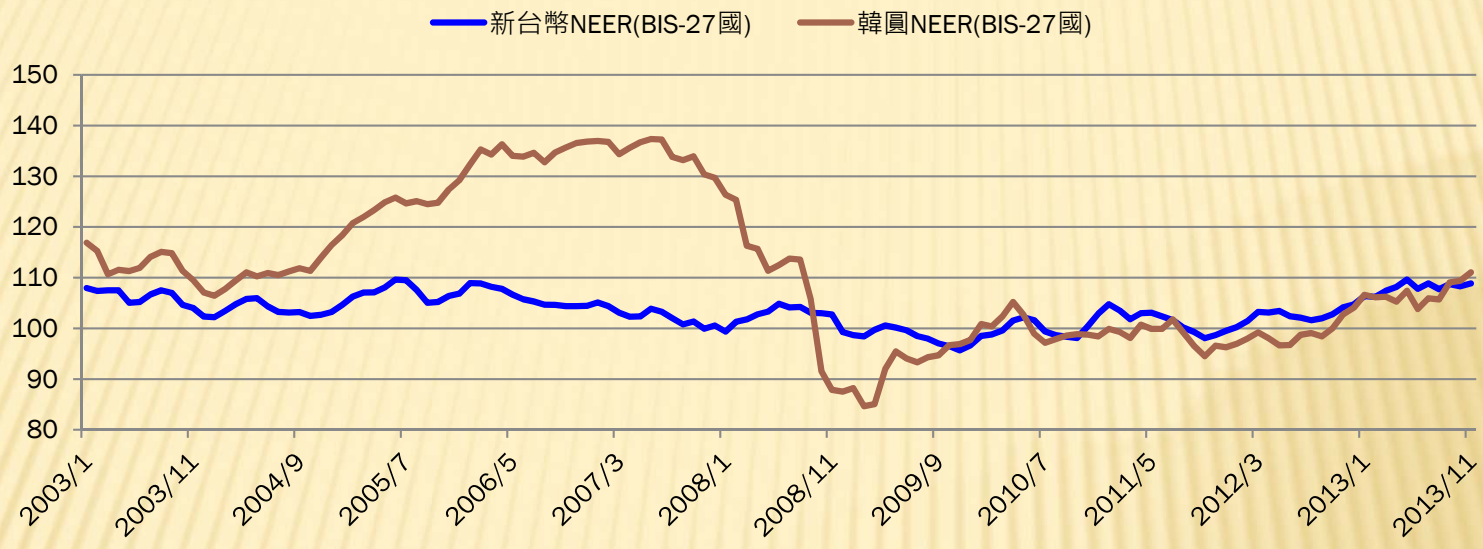
	2011年	2012年	2013年				累計至當月
			9月	10月	11月	12月	
中華民國	1.4	1.9	0.8	0.6	0.7	...	0.8
美國	3.2	2.1	1.2	1.0	...	...	1.5
日本	-0.3	0.0	1.1	1.1	...	...	0.1
中國大陸	5.4	2.6	3.1	3.2	...	...	2.6
韓國	4.0	2.2	0.8	0.7	0.9	...	1.2
新加坡	5.3	4.5	1.6	2.0	...	...	2.4
香港	5.3	4.1	4.6	4.3	...	...	4.3

資料來源：摘自行政院主計總處「物價統計」。

- 因此，刺激出口是突破當前經濟低迷的首要任務。但是，如何超越競爭對手韓國在國際商品市場的打壓，匯率政策是主要的考量。
- 相較於韓國，我國央行特別重視匯率的穩定。新台幣兌美元匯率的波動幅度確實明顯小於韓國兌美元匯率的波動幅度，特別是自1997年亞洲金融風暴發生後，此現象更為明顯，某種程度也代表我國央行在穩定匯率方面著墨較韓國為深。





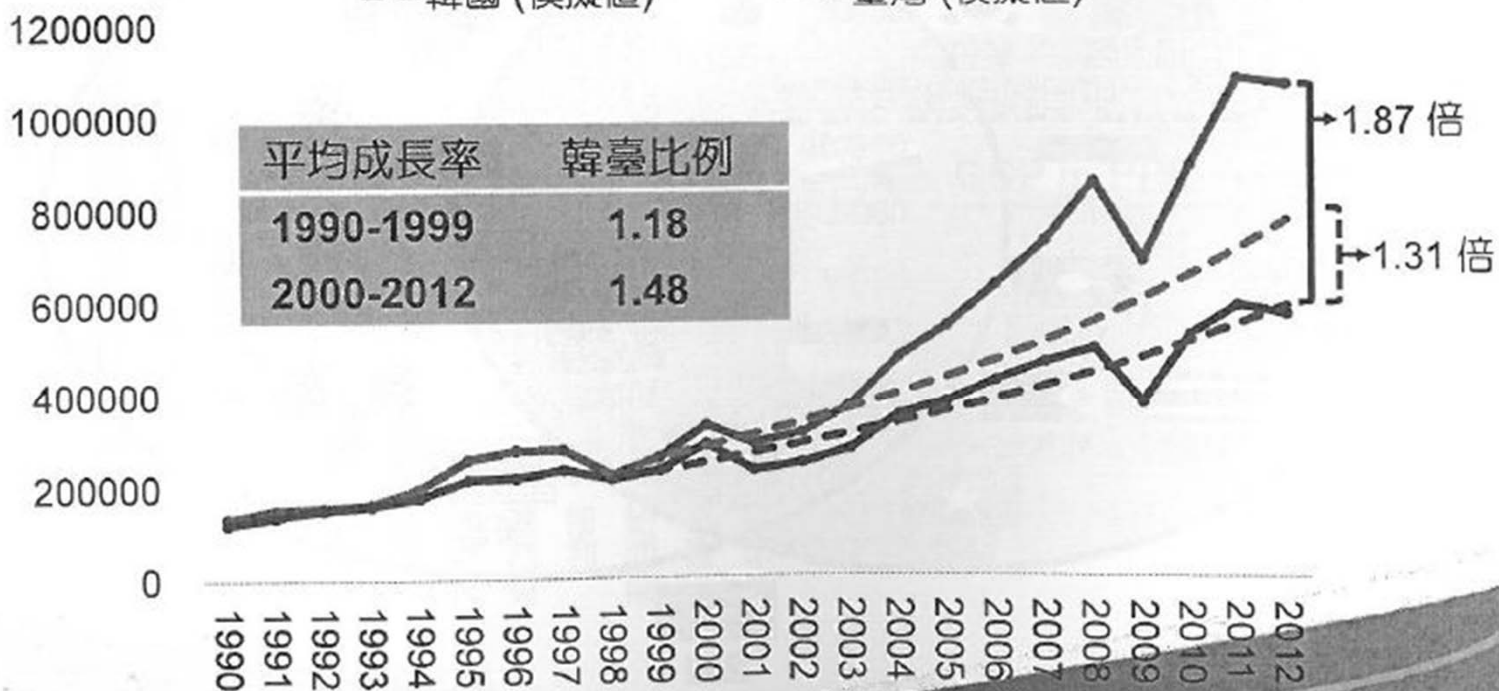


# 臺韓貿易比較與模擬

## 貿易總額

單位：百萬美元

— 韓國 (實際值)      — 臺灣 (實際值)  
 - - 韓國 (模擬值)      - - 臺灣 (模擬值)



實際值資料來源：WTO

亞太經貿網絡的前景

48/58



行政院經濟建設委員會

# 臺韓貿易的預期變化

## 貿易總額

單位：百萬美元

6000000

5000000

4000000

3000000

2000000

1000000

0

— 韓國 (實際值)

— 臺灣 (實際值)

▲ 韓國 (模擬值)

▲ 臺灣 (模擬值)

2000 2001 2002 2003 2004 2005 2006 2007 2008 2009 2010 2011 2012 2013 2014 2015 2016 2017 2018 2019 2020 2021 2022 2023 2024 2025

實際值資料來源：WTO

2025 年  
韓臺差距：  
3,254,919

2025 年  
韓臺倍數：  
2.99 倍


亞太經貿網絡的前景

49/58

資料來源：管中閔（2014），亞太經貿網絡的前景：亞洲與台灣的觀點。



- 利率，是央行的主要政策工具，而匯率，也可以作為央行的政策工具。央行的貨幣政策目標應該是與各國央行追求的政策目標一樣，追求物價穩定及經濟成長、創造就業。
- 換言之，匯率應該像是利率一樣，是中央銀行達到經濟成長及物價穩定的貨幣政策工具，而不應是貨幣政策的最終目標。



# 三、人民幣與央行貨幣政策

- 近年來，由於我國央行的低利率政策，及大陸面臨QE政策縮減造成的錢荒現象，使得兩岸資金的利差擴大，再加上人民幣升值，更使得兩岸資金套利模式有利可圖。
- 此外，人民幣存款跟放款的鬆綁，已經讓金融業出現生機，金融市場活絡起來。



- 央行最新的統計資料顯示，自2013年2月6日開放DBU辦理人民幣業務以來，截至2013年底，整體國銀人民幣存款餘額已突破1,800億元人民幣，成長幅度高達四倍之多。



資料來源：經濟日報。

- 近來台灣在人民幣資金池的持續累積下，加上票面利率及承銷費用遠低於香港，吸引陸資企業來台發行寶島債，光2013年12月中國大陸四大銀行就發行了67億元人民幣的寶島債，未來三年預估寶島債將達六百億人民幣規模。若再考量兩岸存貸利差及人民幣升值的潛力，兩岸套利的行為似乎逐漸形成。

### 4檔陸銀寶島債發行概況

資料來源：櫃買中心、陸銀

發行單位	存續期間	發行金額(人民幣)	票面利率(%)	主辦承銷商
中國農民銀行 香港分行	3年期	12.5億	3.30	中國信託商銀
	5年期	2.5億	3.60	
中國建設銀行 香港分行	3年期	20億	3.25	兆豐銀行
中國銀行 香港分行	3年期	10億	3.25	台灣銀行
	2年期	10億	3.15	
中國交通銀行 香港分行	3年期	8億	3.40	滙豐(台灣)銀行
	5年期	4億	3.70	

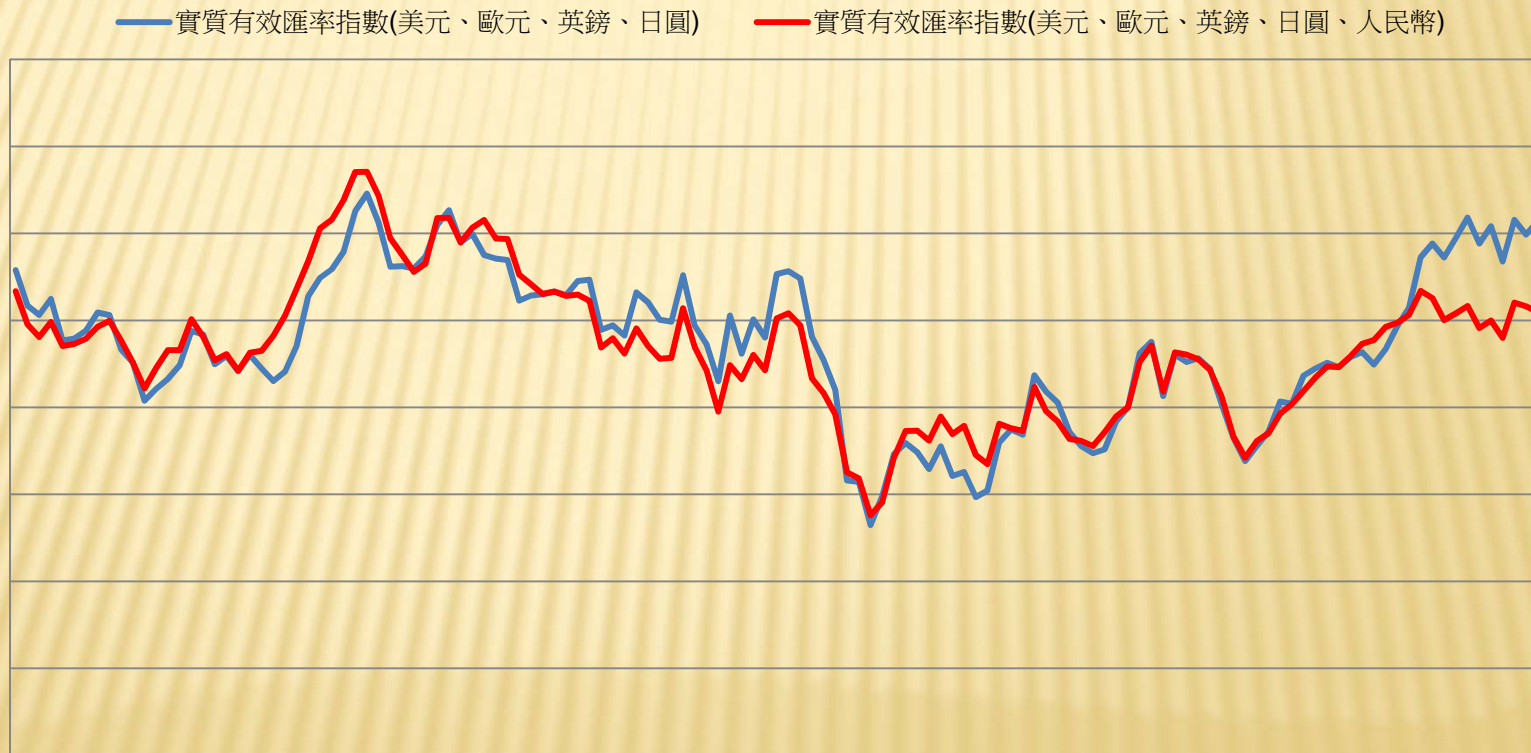
資料來源：蘋果日報。



- 目前台灣已經開放銀行可對一般投資人銷售100%保本人民幣結構型商品，可用人民幣交割且可連結大陸地區標的；而多幣別基金、RQFII的基金、人民幣傳統保單、信託商品連結大陸有價證券等，都在已開放或近期要開放之列。
- 此外，為讓金融機構可承作的商品更多元化，以及國人投資標的更多樣化、多幣別化及多資產化，金管會也確定包括對一般投資人銷售涉及大陸有價證券的多元計價商品、黃金及外幣組合衍生性商品、雙幣別金融卡及信用卡、RQFII的ETF、T股來台掛牌等，都列在可開放清單。
- 面對人民幣資金池的逐漸擴大以及相關金融商品的開放，未來兩岸金融投資的重要性將不亞於兩岸經貿往來。



- 以有無放入人民幣的實質有效匯率指數來看，若納入人民幣，2013年初以來，實質有效匯率指數明顯被貶抑，顯然人民幣的升值趨勢與兩岸貿易的比重（權重）發揮極大的影響力，此也意味著未來貨幣政策勢必無法忽視兩岸這一塊。





## 四、發展金融、開放金融市場

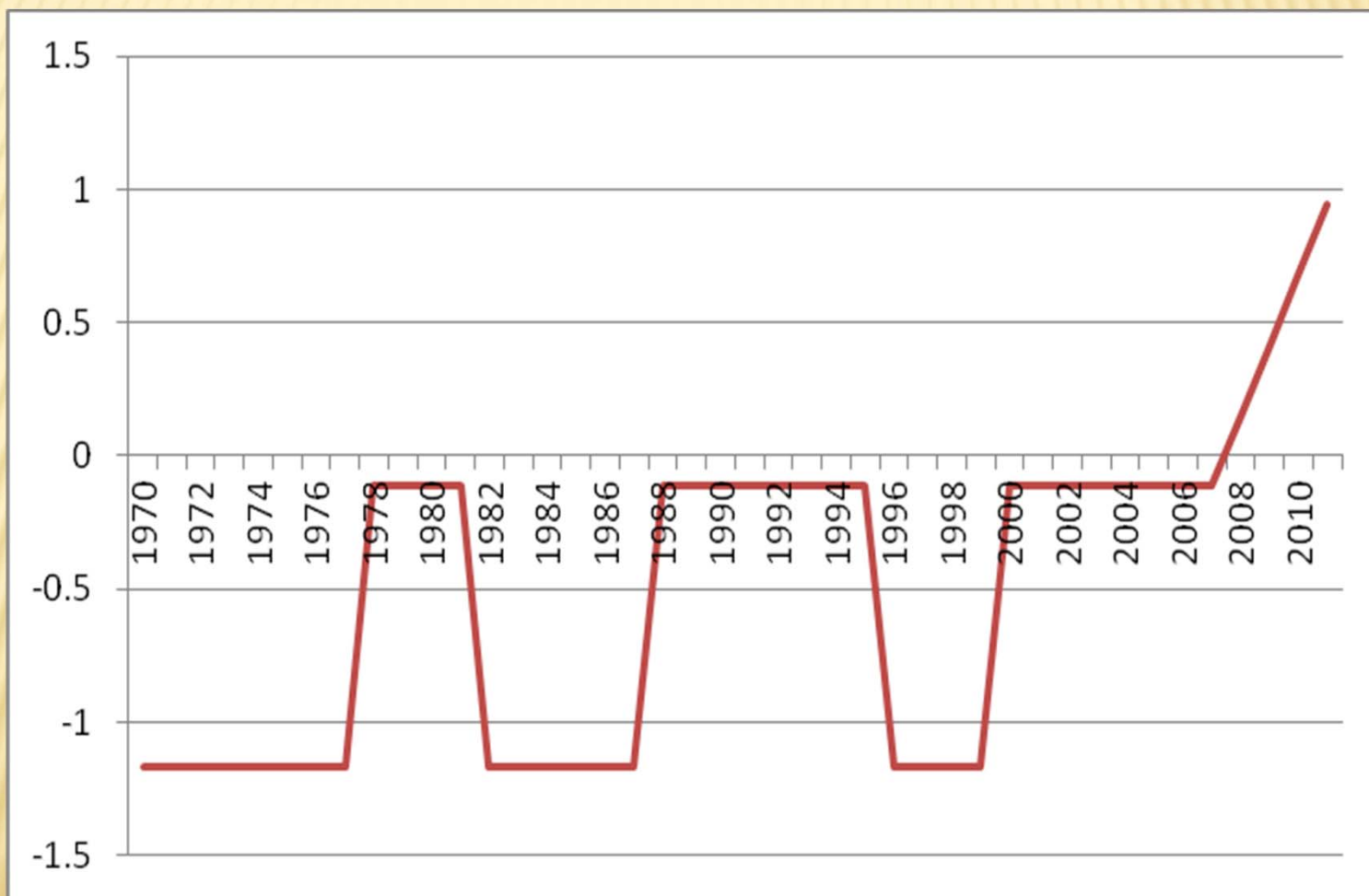


- 當前台灣面臨經濟成長停滯的威脅，突破當前困境有賴央行及金管會開放貨幣金融市場，以促進金融的發展，帶動產業結構的調整。
- 倫敦金融城市長Fiona Woolf來台訪問時，亦建議金管會應大幅鬆綁對新商品的管制，包括開放新金融商品創新及新金融市場的發展。不過，值得一提的，我國央行亦應積極配合新金融商品市場的開放，尤其是與新台幣有關的新金融商品，包括新台幣匯率及新台幣利率的期貨避險商品的開放。
- 主管機關不需視金融創新、資產證券化為洪水猛獸，反而更應開放國際金融、建立自由的金融市場，透過金融開放帶動經濟成長。
- 作法上，在相關的衍生性金融商品方面，應大幅開放與新台幣有關的匯率及利率商品，使其作為投資及避險工具的一環，而非將範圍侷限在外幣計價的衍生性金融商品，這將不利台灣與韓國、馬來西亞及中國上海等地競爭發展東亞區域金融中心。同時，面對當前交易日新月異的環境，相關的網路及電子交易（支付）也應適時開放，而非一直墨守成規。



- 他山之石，可以攻錯。2008年全球金融海嘯發生後，當全世界都在省思是否應加強國際資本移動管制之際，韓國卻反而在2009年2月施行「金融投資服務及資本市場法」(Financial Investment Services and Capital Market Act, FISCMA)，透過資本市場規範的改革及開放，加速金融創新與競爭。
- Chinn and Ito (2008)在Journal of International Money and Finance發表的“Current Account Balances, Financial Development and Institutions: Assaying the World Saving Glut”一文，建立資本開放係數(KAOPEN)來衡量一國資本管制程度。KAOPEN愈大，表示資本帳開放程度愈高，資本管制措施愈少。從韓國的KAOPEN走勢可清楚看出，韓國在2009年之後資本管制呈現大幅鬆綁的情況，開放程度已逐漸逼近歐美先進國家。

- 韓國的KAOPEN從2008年的0.151直接跳升到2009年的0.415，2011年更是達到0.942，資本管制呈現大幅鬆綁局面。



韓國KAOPEN指標走勢



- 處於現今詭譎多變的國際政經環境中，日本、中國、韓國都在勵精圖治，例如日本安倍政府的三支箭，中國大陸積極推動的金融特區、自由貿易區，以及韓國大幅鬆綁資本管制（仿照1998年日本的外匯鬆綁大躍進「Big Bang」）等。
- 而東南亞國家也不遑多讓，大力推動自由開放政策。舉馬來西亞為例，近年來金融體系開放及自由化的金融改革，已大舉獲得外資的青睞，現更宣示將於2015年申請加入OECD國家。相關的開放措施包括宣佈匯率機制的改革，逐漸鬆綁外匯管制條例以增強商業競爭力並創造更大的匯率彈性；打造一個相對自由化、便於更多外資機構籌措本地貨幣或外幣資金的債券市場，目前已發展成為東南亞最大規模的債券市場，占國內生產總值的比重約為110%；致力於金融服務的包容滲透性，鼓勵開發一系列的金融機構、產品與市場，加速馬來西亞的區域與國際連接性；善用科技，透過電子資訊及網路提昇金融交易的效率等。



- 看看**1980年代美國雷根政府的例子**，當時美國正面臨物價及失業雙高的停滯性通貨膨脹情況（通貨膨脹率超過兩位數、失業人數將近**800萬人**），加上外有伊朗人質危機問題，導致美國內部士氣極為低落。但雷根一上任後，一方面大幅減稅（將所得稅降低**25%**），另一方面也擴大國防支出、增加政府赤字和國債，藉以刺激經濟降低失業率。此外，為了解決兩位數的通貨膨脹，他也支持當時**FED主席Paul Volcker**大幅提升利率至**18%**來達成減縮貨幣供給的目標，此舉除有效壓制通膨外，也對國際收支產生正面的影響。
- 雷根的作法，使美國經濟在歷經**1981—1982年**的急遽衰退後，於**1983年**開始出現強烈的復甦，也引導出美國史上為期最久的經濟擴張時期。但隨著經濟轉強且維持高利率的貨幣政策，美元反而強勢走升，而強勢美元最終造成連年的經常帳赤字（**1984年**對外貿易赤字甚至高達**1,224億美元**），為解決此問題，美國遂於**1985年**主導廣場協議的簽訂，使美元對主要貨幣（尤其是日圓）有秩序的貶值，此後出口逐漸改善。

- 雷根的經濟政策給我們很大的啟示，面臨當前經濟困境，貨幣及金融政策已不能再保守以對，而是應採取更積極的作法。
- 換句話說，非常時期有非常的作法，現在正是讓新台幣貶值的大好時機。因為QE規模的縮減意味美國經濟出現明確的復甦跡象，未來隨著全球景氣的好轉，台灣的出口也將大幅成長，此時若能讓新台幣進一步貶值，勢必可擴大出口的效益，最終帶動台灣經濟成長並降低失業率。
- 此外，主管機關也應考慮更進一步開放與新台幣有關的衍生性金融商品，藉此加強金融業的國際競爭力，發展台灣成為人民幣境外金融中心，讓台灣在爭取東亞區域金融中心的戰場不至敗陣下來。



簡報結束  
敬請指教

