

中華民國102年11月20日
立法院財政委員會專題報告

健全匯率政策及穩健經濟發展 (增修版)

中央銀行總裁 彭淮南

目 次

壹、前言	1
貳、新台幣匯率政策	2
參、新台幣何以未隨同韓元、日圓大幅貶值？	11
肆、論述新台幣匯率宜注意匯市供需	16
伍、結語	22

壹、前言

主席、各位委員、各位女士、先生：

今天承邀前來 貴委員會專題報告「健全匯率政策及穩健經濟發展」，至感榮幸。

以下謹就新台幣匯率政策，新台幣匯率何以未隨同韓元、日圓大幅貶值，以及論述新台幣匯率宜注意匯市供需等議題提出報告，敬請 惠賜指教。

貳、新台幣匯率政策

一、法源依據

1. 中央銀行法第二條

本行經營目標如下：

- (1) 促進金融穩定。
- (2) 健全銀行業務。
- (3) 維護對內及對外幣值之穩定。
 { 對內幣值穩定指物價穩定 }
 { 對外幣值穩定指匯率穩定 }
- (4) 於上列目標範圍內，協助經濟之發展。

2. 中央銀行法第三十四條

本行得視對外收支情況，調節外匯供需，以維持有秩序之外匯市場。

3. 管理外匯條例第三條

管理外匯之行政主管機關為金管會，掌理外匯業務機關為中央銀行。

4. 管理外匯條例第五條

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、分析及報告。

二、匯率制度

1. 新台幣匯率係採**管理浮動匯率制度**(managed floating regime)。

原則上匯率由外匯市場供需決定，惟若市場有不規則因素(如短期資金大量進出)及季節因素，導致匯率過度波動(係指雙向的波動)與失序變化，不利經濟與金融穩定時¹，本行將維持外匯市場秩序。

2. 亞洲鄰近國家多採管理浮動匯率制度，聯合國貿易暨發展會議 (UNCTAD)²認為管理浮動匯率制度，才能有效抑制投機行為。

¹ 早於2009/2/14日G7財長會議聲明稿，以及最近一次2013/9/6日G20領袖會議聲明稿均提及：
“Excess volatility and disorderly movements in exchange rates have adverse implications for economic and financial stability”

² UNCTAD (2011), *Trade and Development Report 2011*, United Nations Conference on Trade and Development, Sept. 6.

三、匯率決定因素

國人購買外國商品、服務及外國資產，產生**外匯需求**。

外人購買本國商品、服務及本國資產，產生**外匯供給**（見下表）。

外匯供需項目

外匯需求	外匯供給
商品進口	商品出口
服務輸入(例如：國人赴外旅遊)	服務輸出(例如：外人來台旅遊)
對外投資	來台投資
對外直接投資(設廠)	來台直接投資(設廠)
證券投資(購買外國證券)	外人購買國內證券(購買台灣證券)

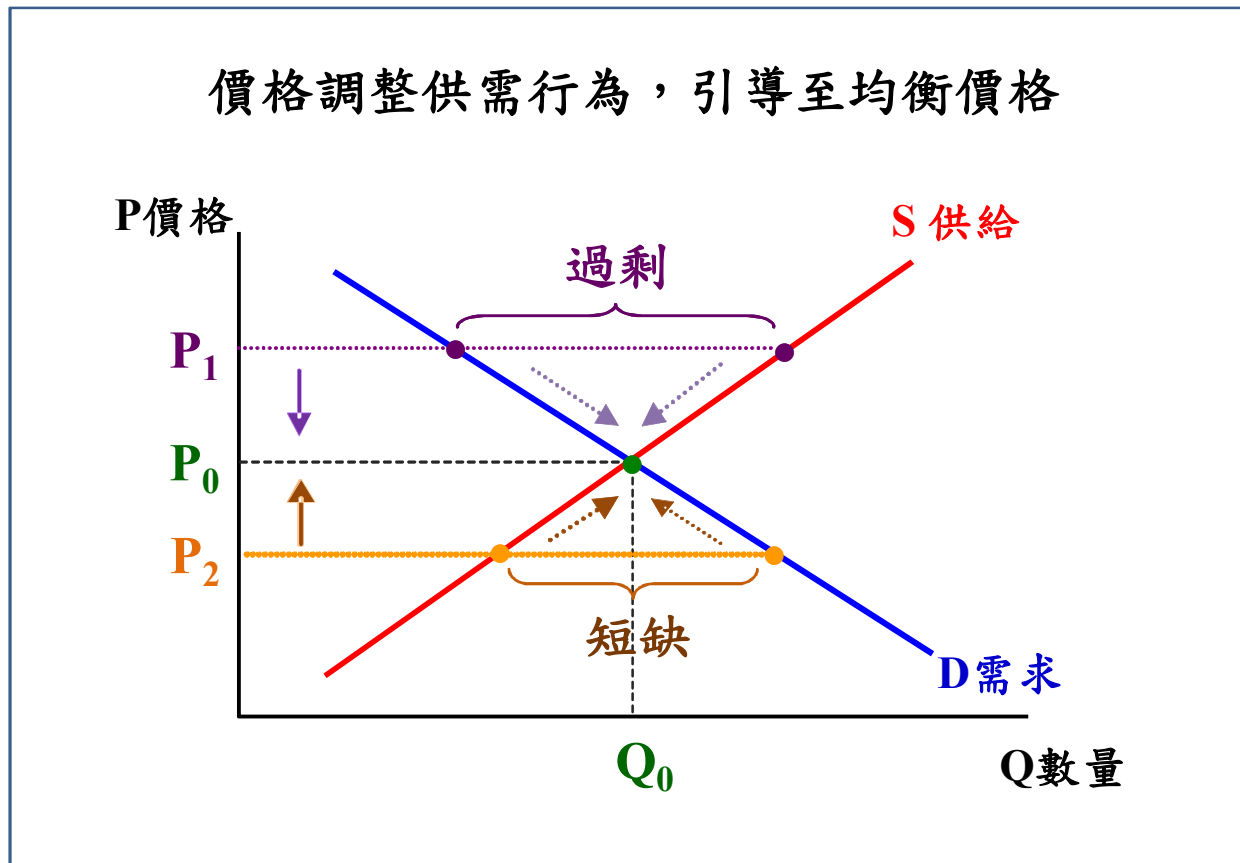
上述外匯需求與供給，受下述因素影響：

1. 國內外經濟成長率
2. 國內外通膨率
3. 國內外利率
4. 國內外生產力
5. 預期心理

此外，先進國家的貨幣與財政政策亦會影響上述因素，進而影響匯率。

四、外匯市場與商品市場比較

1. 在一般商品市場，供給與需求共同決定商品的價格，一旦市場價格偏離均衡價格，則藉由供給量與需求量的調整，市場力量將引導回至均衡價格（見下圖）。

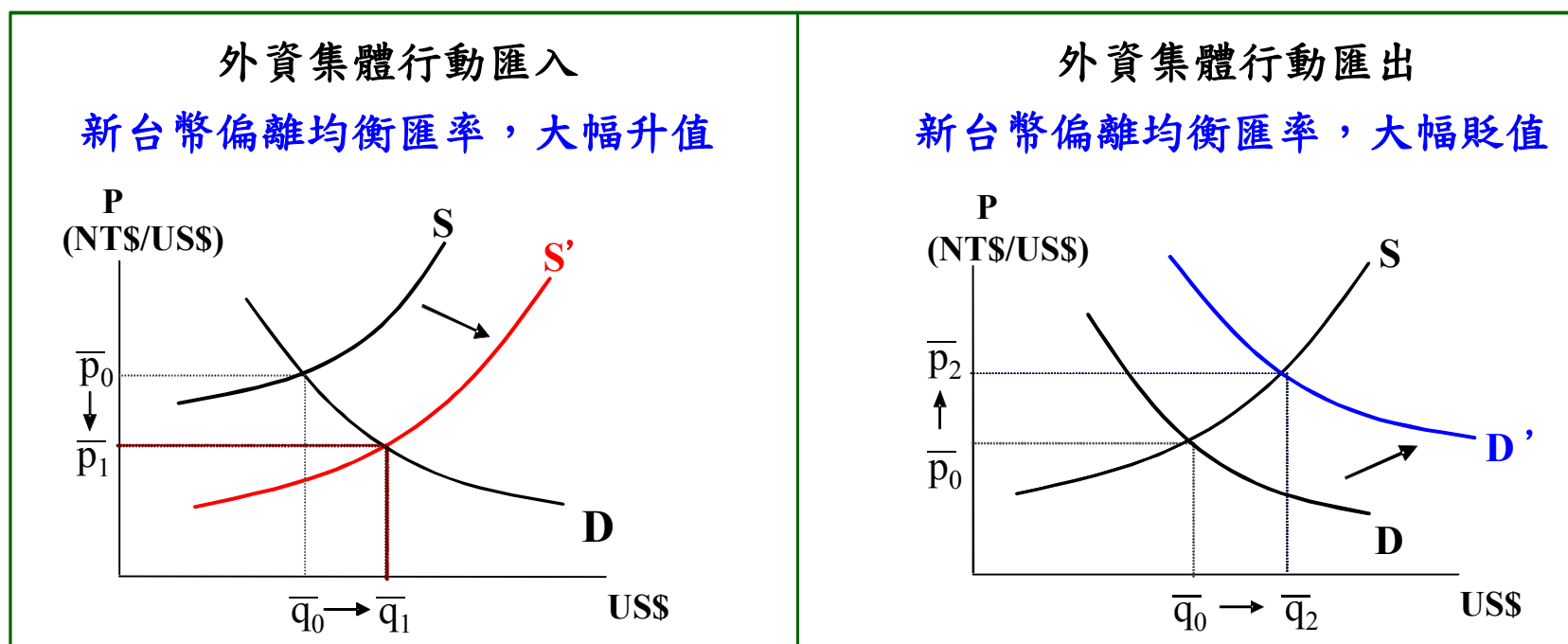


2. 在外匯市場，進行資產幣別轉換交易的外資，經常受市場特定訊息影響，因而集體同為買方或賣方，快速進行轉換交易；這種因動物本能 (animal spirits)、不完全訊息 (incomplete information) 等所出現的群聚行為 (herding behavior)，經常導致匯率過度反應 (overshooting)，偏離基本面。

外資集體行動匯入，外匯供給量增加 ($S \rightarrow S'$)，新台幣升值 ($\bar{P}_0 \rightarrow \bar{P}_1$) (見圖左)

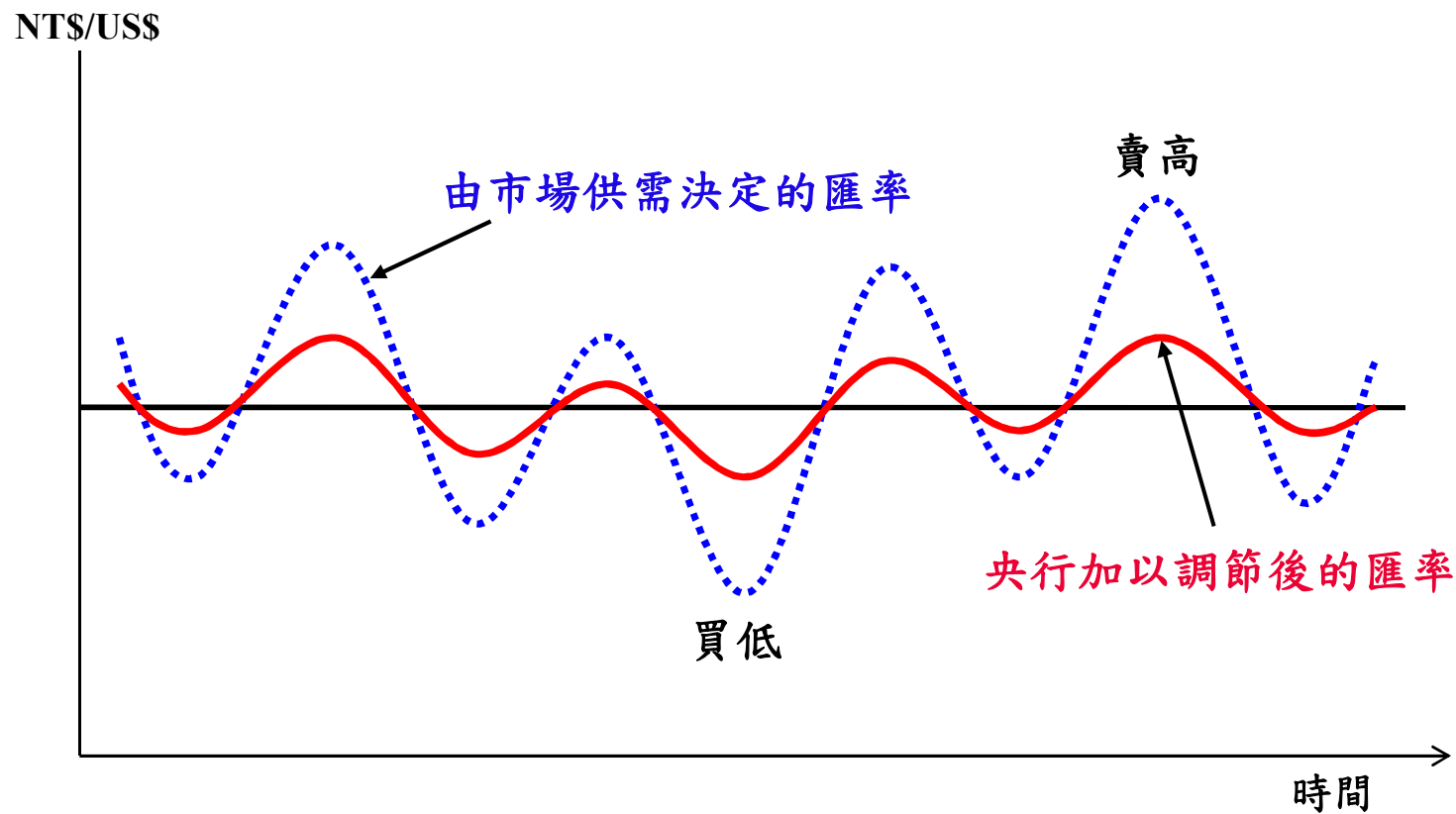
外資集體行動匯出，外匯需求量增加 ($D \rightarrow D'$)，新台幣貶值 ($\bar{P}_0 \rightarrow \bar{P}_2$) (見圖右)

外資大量進出的金額曾高達銀行間外匯交易的50%，會使外匯供需曲線向右移動一倍。



五、資訊掌握與匯率調節

1. 利用大額結匯即時通報系統，隨時掌握外匯供需情形。
2. 如新台幣兌美元匯率升值幅度過大(即美元價格大幅下跌)，央行可能進行買入美元；如貶值幅度過大(即美元價格大幅上漲)，央行則賣出美元。



六、新台幣匯率相對穩定

主要幣別匯率平均波動幅度

(期間：各年底~102.11.1)

單位：%

各幣別匯率 波動幅度	年度	99年底 ~102/11/1	100年底 ~102/11/1	101年底 ~102/11/1	倍數
新台幣(NT\$/US\$)		3.44	2.96	3.43	1.0
星幣(S\$/US\$)		5.58	4.79	4.57	1.3
韓元(KRW/US\$)		7.80	6.60	7.47	2.2
日圓(YEN/US\$)		9.56	9.78	13.88	4.1
歐元(US\$/EUR)		9.63	8.13	7.75	2.3

央行經常派員訪談企業。

絕大多數企業希望匯率穩定。

可方便對外報價及穩定進口原物料價格。

註：各幣別波動幅度係根據匯率變動計算過去20天期之標準差(並將其年率化)。
波動幅度愈大，表示該幣別之匯率走勢較不穩定。

七、新台幣匯率具有反通膨與反循環特性

根據本行對於匯率反應函數(reaction function)¹之實證研究，亞洲主要國家貨幣中，**新台幣**與**新加坡幣**具有**反通膨** (anti-inflation) 及**反景氣循環** (counter-cyclical fluctuations)的**功能**，而有助於總體經濟的穩定。

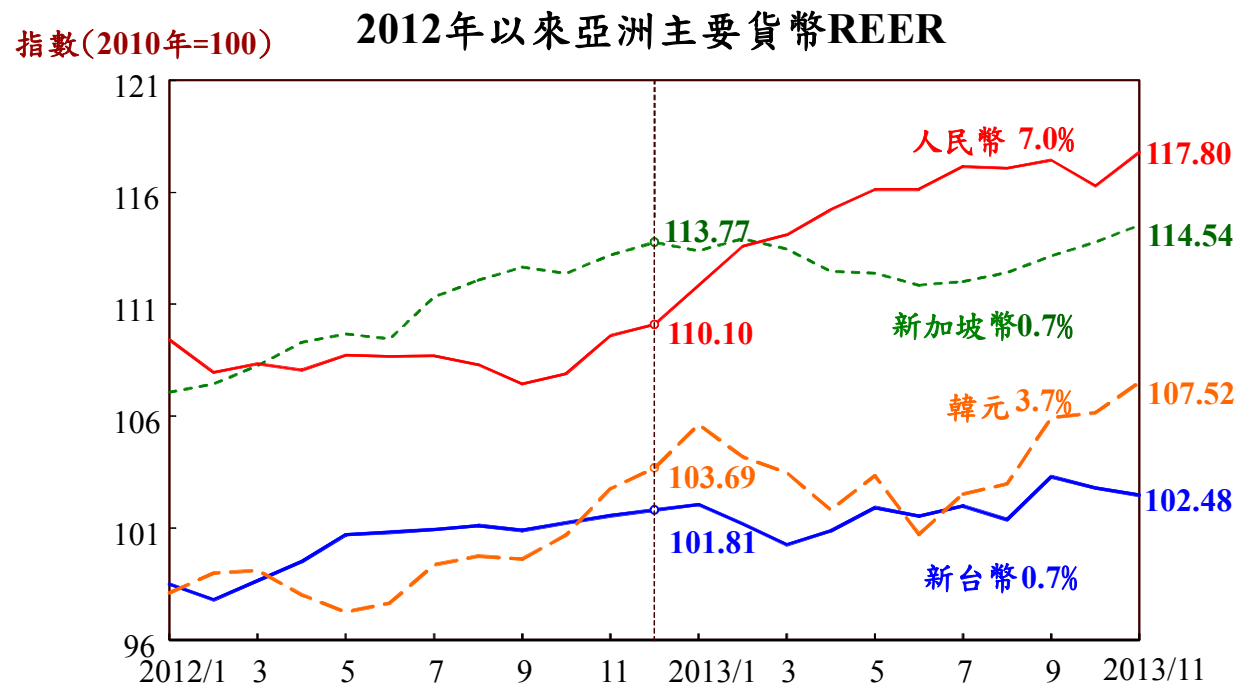
八、新台幣匯率反映經濟基本情勢

近年來，各月新台幣實質有效匯率指數 (REER) 大致上維持在過去36個月移動平均值上下5%的範圍內，顯示新台幣匯率反映經濟基本情勢 (economic fundamentals)。

¹ 參見林依伶、張志揚與陳佩玗 (2013)，「新台幣匯率反應函數之實證分析—兼論與主要亞洲國家之比較」，中央銀行季刊，第35卷第1期，頁35-62 (樣本期間為1994年第1季至2013年第2季)。

九、新台幣匯率趨勢較穩定，目前價格競爭力優於韓元

1. 根據亞洲開發銀行(ADB)的研究¹，匯率波動過大，不利於亞洲國家(包括台灣)的貿易表現。
2. 國際清算銀行 (BIS) 編製的實質有效匯率指數 (REER, 2010=100)，新台幣 REER 趨勢較韓元 REER 穩定。
3. 本年11月，新台幣 REER 為 102.48，低於韓元的 107.52，顯示我國出口產品的價格競爭力優於韓國。



¹ ADB (2011), "Box 1: Does Exchange Rate Volatility Hurt Trade?" Asia Economic Monitor, July.

參、新台幣何以未隨同韓元、日圓大幅貶值？

韓元於2008年對美元大幅貶值，日圓也於2012年9月以來對美元大幅貶值，何以新台幣對美元匯率未隨同大幅貶值？

一、匯率係由外匯供需決定，台灣、南韓及日本外匯供需情況不一，因此新台幣匯率無法隨同韓元及日圓同時貶值。

韓元於2008年對美元大幅貶值，當時日圓對美元匯率非但未貶值，反而升值。

日圓於近期對美元大幅貶值，韓元對美元匯率則反而升值。

	韓元	日圓	新台幣
2007年	936.1	111.95	32.443
2008年	1259.5 (-25.7%)	90.23 (+24.07%)	32.860 (-1.27%)
2012/9	1111.4	77.59	29.342
2013/10	1060.7 (+4.78%)	98.34 (-21.1%)	29.455 (-0.38%)

1. 韓元於2008年對美元大幅貶值，原因

2008年韓元對美元大幅貶值¹，是因為南韓受到美國次貸風暴引發金融危機的影響，資金大量流出，外匯存底劇減613億美元。經美國提供300億美元換匯額度，始度過難關。反觀台灣，當年外匯存底增加214億美元。兩國國際收支情況不同，當然匯率走勢也不一樣。

2008年台灣與南韓國際收支
及外匯存底變動數 單位：億美元

	台灣	南韓
經常帳	275	32
金融帳	-17	-573
綜合餘額	263	-564
外匯存底變動數	214	-613

↑ 外匯供給 > 需求 外匯需求 > 供給
新台幣無法跟韓 韓元貶值
元貶值

¹ 根據2009.1.9南韓朝鮮日報網報導：韓元當年對美元大幅貶值，但南韓廠商美元負債甚多，導致還債負擔大幅加重，不少廠商陷入經營困境，特別是中小企業。

2. 韓元貶值導致物價大幅上漲，抵銷匯率貶值的效果。

$$\text{實質有效匯率指數(REER)} = \frac{\text{名目有效匯率指數(NEER)}}{\text{購買力平價指數(PPP)}} = \frac{\sum W_i \frac{FC(\text{外幣})}{WON(\text{韓元})}}{\sum W_i \frac{P_f(\text{國外物價})}{P_k(\text{南韓物價})}}$$

(1) 韓元貶值： $\frac{FC(\text{外幣})}{WON} \downarrow$

(2) 國內物價上漲： $\frac{P_f}{P_k} \downarrow$

W_i ：權數

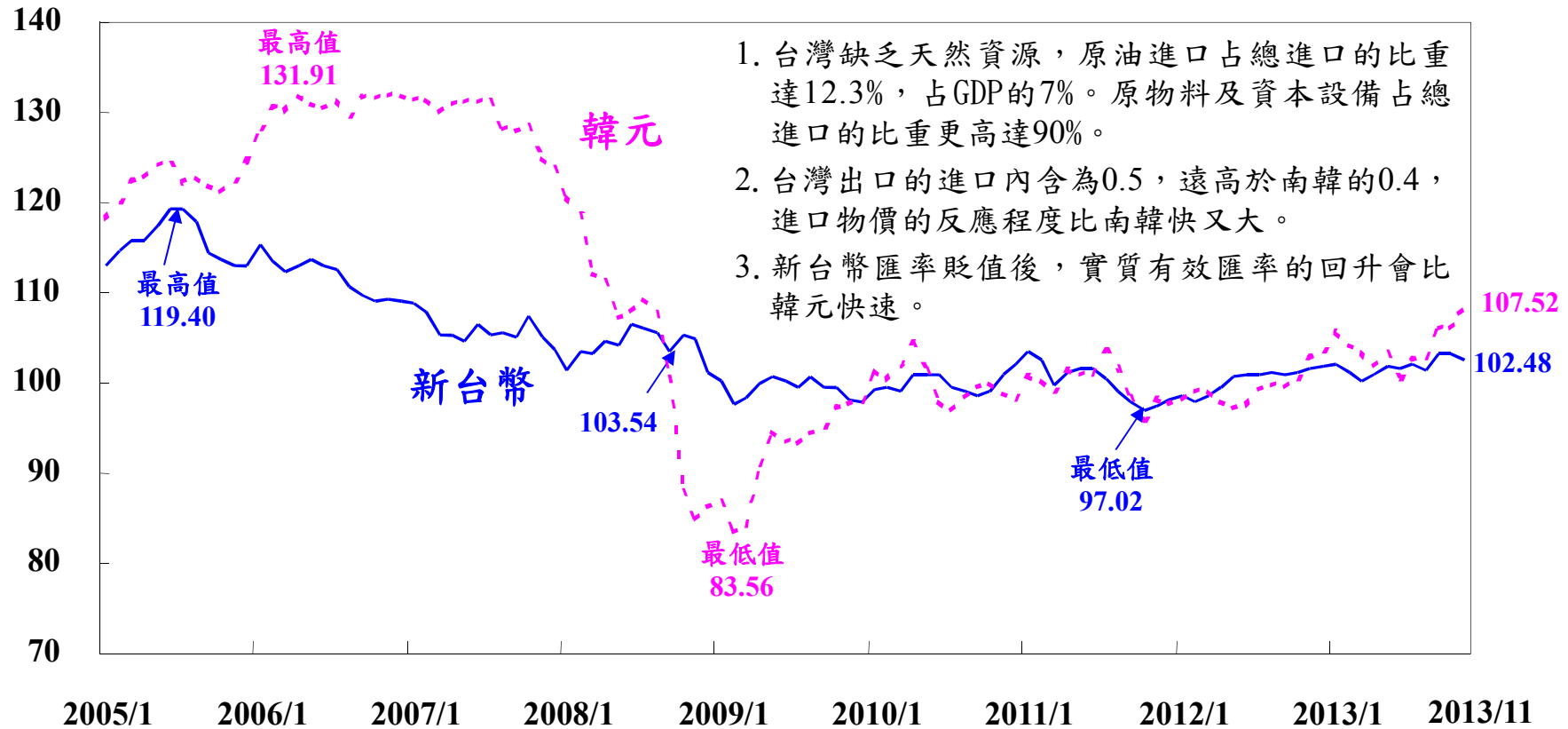
(3) 分子下降會被分母下降抵銷，即貶值的效果會被物價上漲所抵銷，實質有效匯率指數不變。

3. 匯率貶值效果會被物價上漲抵銷，長期而言，非但不能提升出口價格競爭力，社會大眾反而會承受高物價的痛苦。

4. 長期以來，南韓CPI漲幅高於台灣。2000年至2012年，南韓每年平均CPI年增率為3.11%，高於台灣之1.08%，**差距約2個百分點。13年相差26個百分點，以致南韓物價高於台灣。**

新台幣與韓元實質有效匯率指數

BIS指數(2010年=100)



二、日圓貶值係修正過去日圓高估及反映近年日本商品貿易鉅額逆差

1. 全球金融危機後，日圓被視為「避險天堂」，持續升值，2011年曾升至1美元兌75.84日圓。
2. 日本2011年311強震後，重建需求及能源進口大增，商品貿易轉呈逆差（詳下表），2009年貿易出超1,051億美元，到2013年入超將達1,000億美元。

日本復採量化寬鬆貨幣政策，對沖基金又推波助瀾，放空日圓，日圓因而反轉貶值；本年5月下旬日圓對美元匯率貶至102:1，已適度修正過去高估¹的水準，6月13日再回升到94.21。

11月14日，日本發表本年第3季經濟成長率 (Q/Q)由第2季的0.9%降為0.5%，其原因為消費不振及商品貿易逆差擴大，致日圓對美元匯率再由99.74貶至100.17。

3. 台灣商品貿易長期呈現順差，外匯供給大於需求；近年日本則呈現貿易逆差，外匯需求大於供給。

台灣與日本貿易餘額

金額單位:億元

	台灣		日本*	
	美元計價	新台幣計價	美元計價	日圓計價
2012年 1~10月	232.00	6,646	-608.01	-47,821
2013年 1~10月	282.36	8,165	-809.99	-77,782
年增率	順差擴大 21.7%	22.9%	逆差擴大 33.2%	62.7%

資料來源：台日通關統計。

* 日本2012年及2013年為1~9月資料。

2007年以來日圓對美元匯率走勢



資料來源：中央銀行

¹ IMF Country Report(2012) 估算日圓高估10%~15%。

肆、論述新台幣匯率宜注意匯市供需

近日各界討論新台幣匯率時，幾乎完全忽略外匯市場的供需，由於新台幣匯率採管理浮動匯率制度，因此討論新台幣匯率時，必須考慮外匯市場的供需。

1. 台灣儲蓄率自2000年以來，維持在28%左右的水準。
2. 投資率2000年為25.33%，至2013年前三季則降到19.03%。
3. 超額儲蓄逐漸擴大，2000年至2013年9月累積達新台幣13.54兆元(合4,244.13億美元)。
4. 國內超額儲蓄即反映對外貿易的經常帳順差。

($S - I = X - M$ ，即儲蓄 - 投資 = 輸出 - 輸入)

5. 國人雖有對外投資，但外資投資國內證券截至本年10月底高達2,514億美元，約當外匯存底的60%。

6. 由於資本交易淨流出遠低於經常帳的順差，致國際收支綜合餘額呈現順差2,902.42億美元，反映在外匯存底的增加。

台灣的國際收支

2000年-2013年9月

單位:億美元

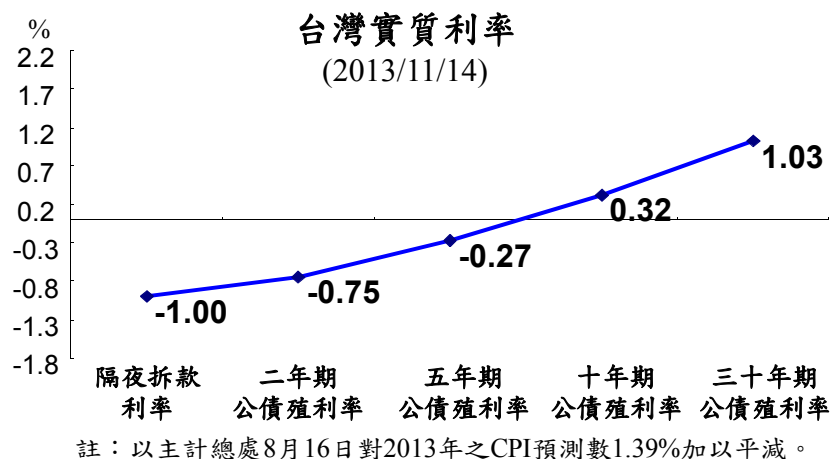
	2000~2013年9月
經常帳餘額	4,244.13
資本帳與金融帳餘額	-1,232.86
誤差與遺漏淨額	-108.85
綜合餘額順差(即外匯存底增加)	2,902.42

7. 從上述可知，台灣目前實際產出低於潛在產出(potential GDP)，主要關鍵在於投資偏低且呈下降。

8. 解決之道：

- (1) **促進國內投資**，加強研發，鼓勵創新，提高生產力，才能**創造就業，提高薪資**。

目前台灣實質利率甚低，係企業籌措長期資金進行投資的良好時機。



- (2) 國內民間資金充沛，而政府財政空間有限，宜將**民間資金導入公共建設**。

如：具自償性的**公共建設公司化**(如桃園機場公司、台灣港務公司)，可**自行籌資及建設**¹；財務穩健的捷運公司，似亦可自籌經費，擴建捷運路網。

- (3) 善用超額儲蓄，鼓勵**掌握料源或取得關鍵技術的對外投資**，增強競爭力。

- (4) 五大**退休基金似可協調統合**(如合署辦公、資訊交流)，**充實專業人力**，以擴大國內、外投資。

¹ 日本大阪關西(Kansai)國際機場也是成立專責公司，發行公司債籌資。

(5) 兩岸產業由過去合作互補，變成競爭替代。

大陸經濟成長過去由投資及出口帶動，將轉變為以服務業為主。

} 台灣經濟務必研擬對策

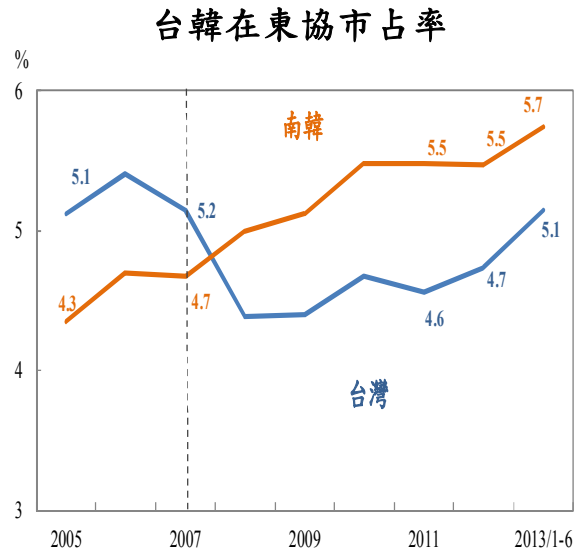
IMF指出，與中國大陸緊密相連的其他亞洲經濟體，伴隨中國大陸經濟轉型，亦須同步調整，否則將面臨重大衝擊，其中台灣經濟成長所受到的不利衝擊最大。

IMF建議，亞洲國家若能提高直接或間接接近中國大陸消費市場的機會，則可受益於中國大陸此番的經濟結構調整。

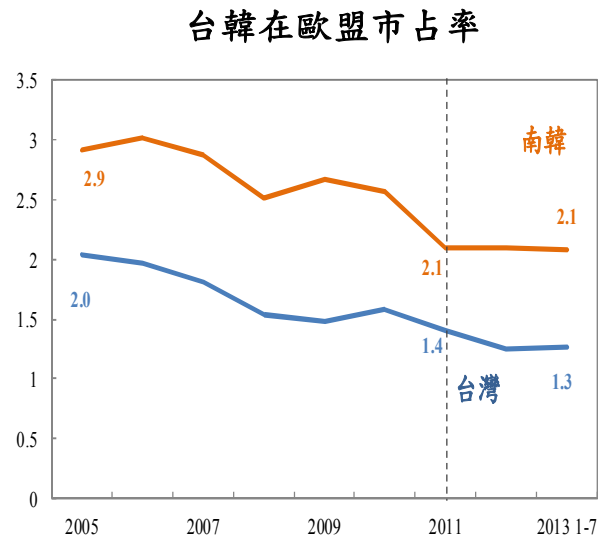
(6) 簽訂FTA相對落後，台灣在主要出口市場占有率落後南韓差距擴大。

南韓積極與主要貿易對手洽簽FTA，在歐美市場市占率與台灣差距擴大，在東協市場則超越台灣。

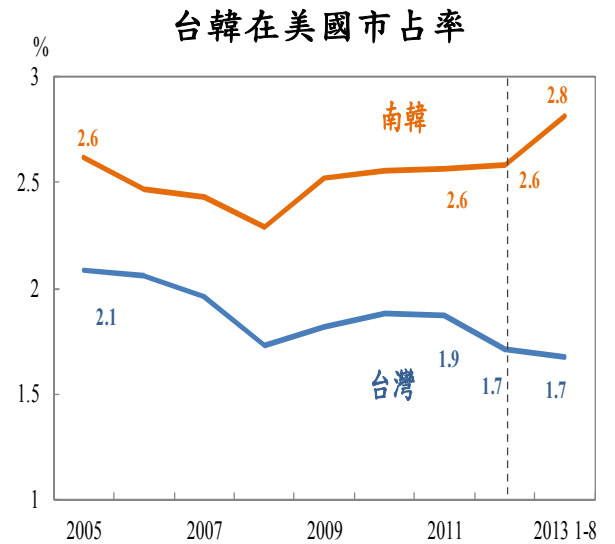
南韓簽署FTA後，台韓之主要出口市場占有率變化



↑
2007年南韓與東協FTA生效



↑
2011年南韓與歐盟FTA生效



↑
2012年南韓與美國FTA生效

資料來源：各國通關統計

因應對策：

短期：應儘速與區域內國家簽署自由貿易協定(FTA)，如台星、台紐FTA就是很好的範例。

長期：i 產業升級、重新規劃兩岸經貿長程發展策略，擴大經貿網絡。

ii 儘速加入區域經濟整合，讓台灣有更公平、更有利的競爭機會。

唯有如此才能創造就業及促進經濟成長。

伍、結語

1. 對台灣而言，匯率是重要議題，本行不僅投入大量人力，也與學者共同研究；本行每天都在注意匯率。
2. 多年來，本行已竭盡心力維持新台幣的動態穩定，以協助經濟發展。但本行對匯率沒有為所欲為的自由與能力，因為匯率並非純粹是國內的問題。
3. 出口商希望新台幣匯率貶值，進口商（特別是廣大的消費者及1500萬機車族，他們人多、但聲音小）則希望升值，但匯率不能同時貶值又升值。

因此，匯率宜由匯市供需決定其價格。本行將依「中央銀行法」賦予的使命，竭力維持外匯市場的秩序，以維護全民利益。

本行業務素承 各位委員鼎助與支持，謹藉此機會表達衷心感謝之意，今後仍請各位委員隨時指教。謝謝！