



接受國立清華大學
名譽經濟學博士學位講詞

彭淮南

地點：國立清華大學新竹校本部

日期：110 年 4 月 29 日

賀陳校長、各位貴賓、各位女士、各位先生：

大家好!非常感謝清華大學授予我名譽經濟學博士學位這份殊榮。清華大學是世界級名校，根據英國 QS 的大學排名，2021 年在全球大學居第 168 名，工程與科技類別第 88 名，自然科學類別第 119 名。另外在腦神經科學領域，則被諾貝爾獎得主 DNA 之父詹姆斯·杜威·沃森(James Dewey Watson)譽為世界領先。清華大學和交通大學分別於 1956 與 1958 年在我的故鄉新竹復校，科學工業園區因而於 1979 年在新竹設立。

自 1996 年以來，清華大學頒授了 38 位名譽博士。其中有諾貝爾獎得主，有台灣經濟發展的舵手，有出生在新竹的亞洲飛躍羚羊，也有六十年如一日的動物保育人士，都是一時之選。

今天，個人就在故鄉，從如此著名的大學獲得這項殊榮，得與這些桂冠巨人站在一起，真是莫大的光榮。

在多年公務員的生涯中，深知一旦遇到問題，首先要察覺問題所在，才能針對問題去解決。這樣的能力，除了以前在課堂上學習的基本知識之外，也必須熟悉制

度的運作與掌握統計數字。畢竟「盡信書不如無書」，教科書列示的是原理原則，在實際應用時，要能因時因地制宜。正如哥倫比亞大學教授 Mishkin 所說，「貨幣政策既是科學，也是藝術」(Monetary policy is as much an art as a science)，需要以廣泛訊息為基礎，做出最佳決策。¹

這種經驗判斷，在面臨危機時，更是重要。1998 年 2 月，當我臨危受命出任中央銀行總裁的時候，就立即面臨了亞洲金融危機。當時資金不停地外流，新台幣持續貶值，銀行放款利率大幅上升，金融業隔夜拆款加權平均利率，1997 年 1 月為 5.653%，至 1998 年 2 月升至 7.222%。經濟活動也因利率上升而受到影響。面對這些問題，教科書的制式反應是採取寬鬆的貨幣政策，並讓匯率自由浮動，也就是放任新台幣貶值。但新台幣貶值只會加速資金外流，且即使採取寬鬆的貨幣政策，也難以改善國內流動性不足的現象。傳統作法既不能治本，也不能治標。

¹ Mishkin, F. (2018), “Improving the Use of Discretion in Monetary Policy,” *International Finance* 21, 224-238.

當時問題的源頭其實是在外匯市場。若干外商銀行利用制度漏洞，大量承作無本金交割的遠期外匯(Non-delivery forwards, NDF)去套利。² 這不但加深新台幣貶值的幅度，也使得資金一直外流；即使實施寬鬆的貨幣政策，也難以奏效。因此，央行首要的工作就是堵住這個漏洞，於是在 1998 年 5 月底宣布停止國內法人辦理 NDF 交易，先讓外匯市場趨於穩定，繼而實施有效的貨幣政策，以利經濟金融恢復正常運作。

記得當時有位記者責難我，禁止承作 NDF 有違金融「自由化」，批評是開倒車，甚至將我類比為獨裁強人。但自由化並非毫無紀律，當自由市場因外部性(externality)帶來鉅大的社會成本，危及整體經濟金融穩定時，就有必要採取措施，消弭危機。一時之間，外人難以理解，以致遭受責難抨擊。後來，這位記者升任某週刊的總編輯，終於在 2009 年全球金融危機時，寫了

² 這與 2021 年 3 月下旬發生的 Archegos 資本管理公司操作導致鉅額虧損事件，有異曲同工之妙。Archegos 進行高槓桿操作，且採差價合約(contract for difference, CFD)交易，投機意味十分濃厚，但一旦賭錯價格變動方向，不但本身會產生鉅額損失，也會連帶影響銀行體系。

一篇「報告彭總裁：我錯了」的文章，承認當年的看法是錯誤的。我很佩服她的勇氣。³

當時 李前總統登輝先生也請辦公室蘇主任轉達「對的事情就做下去」的勉勵。另外也有外商銀行從業人員來函，表示：「小草有無數的地上朋友，大樹唯有向天空傾訴寂寞！今日您不辭辛苦守護的成果，將是來日台灣的子子孫孫所要感謝與懷念的功績。」令人感到格外溫馨。

1998 年的 NDF 事件，只是我擔任總裁之後第一次碰到的挑戰，接著就是 1999 年的 921 大地震。當天上午就緊急召集同仁研商，決定提撥郵政儲金轉存款 1,000 億元，供銀行辦理重建家園專案貸款。除了主持重建貸款說明會，更親自南下登上危樓，察看房屋受損情形。

此後的 20 年間，一直都有大大小小各種挑戰迎面而來。如 2000 年的科技泡沫、2001 年美國遭受 911 恐怖攻擊事件、2003 年的嚴重急性呼吸道症候群(Severe

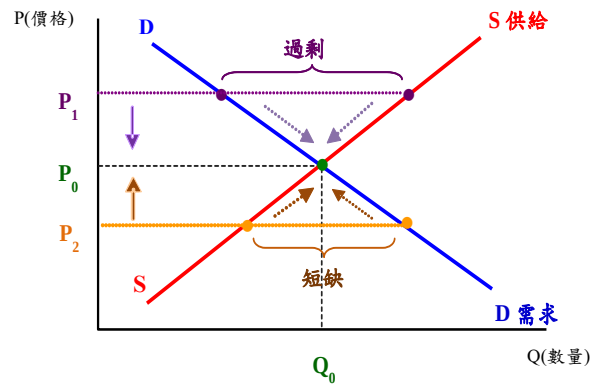
³ 郭奕伶(2009)，「報告彭總裁：我錯了」，商業週刊，第 1145 期，10 月 28 日。

Acute Respiratory Syndrome, SARS)等問題，都是對台灣經濟金融造成負面影響的案例，央行一一沉著應對。

2006 年美國發生的次級房貸危機(Subprime Mortgage Crisis)引發了 2008 年 9 月至 2009 年間的全球金融危機(Global Financial Crisis)，造成全球經濟衰退，歐美銀行緊縮放款，而亞洲國家也面臨流動性不足的問題。面對此一情勢，央行不但調降銀行存款準備率，對金融機構提供流動性；並七度調降重貼現率，累積降幅達 2.375 個百分點，以減輕個人及企業的資金成本，支應經濟成長所需的資金。

商品市場與外匯市場在本質上有很顯著的差異。在一般的商品市場，供需曲線較為穩定，不太容易在極短期間內急遽的移動。當供需失衡時，可透過價格調整，使供需達到平衡(見圖一)。

圖一 商品市場供需調整



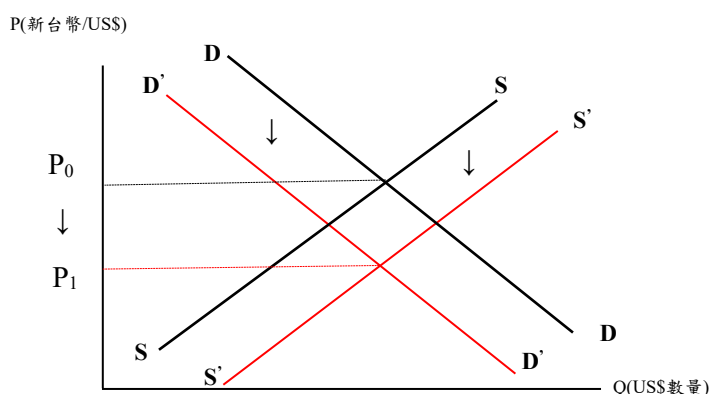
但是，小型經濟體的外匯市場則因國際資金的自由移動，常受干擾。當經濟大國採行量化寬鬆(Quantitative Easing, QE)，資金大量流向小型經濟體，就像大白鯊跳進小池塘，引起水花四濺，導致小型經濟體貨幣升值，資產價格上漲；反之，則導致貨幣貶值，資產價格下跌，干擾了小型經濟體的經濟金融穩定。難怪哈佛大學故經濟學教授 Martin Feldstein 曾有肺腑之言：「從美國採行 QE 以來，就沒有資格批評其他國家干預匯率。」⁴

又，外匯市場如果出現新台幣升貶預期心理，外匯供需曲線則會同時移動，更會造成新台幣對美元的價位變動擴大。例如，若預期新台幣對美元升值，市場對美元的需求會減少而對美元的供給會增加，美元的供需曲

⁴ Feldstein, M. (2014), "End the Currency Manipulation Debate," *The Financial Times*, May 15.

線同時下移，雖然供需曲線仍會交叉，但均衡價格則持續下滑(由 p_0 跌至 p_1)；也就是說，新台幣升值的預期心理會自我實現(self-fulfilling)(見圖二)。若預期心理頻繁發生，新台幣對美元價位也會頻繁波動，不利正常的經濟活動。

圖二 預期新台幣升值心理與外匯市場



多年的工作經驗使我深深地體認，匯率政策應與貨幣政策等量齊觀，不可偏廢。台灣是小型高度開放的經濟體，應該採行管理浮動匯率制度，並在必要時實施一定程度的資本管理，以保有貨幣政策的自主性。

國際貨幣基金(International Monetary Fund, IMF)早期主張資本自由移動，但由於短期資金移動造成高度經

濟金融不穩定，2010 年 2 月，IMF 終於承認資本管制的正當性。⁵

另外，我也推動了一些重要的制度面的變革，包括推動即時總額清算機制(Real-Time Gross Settlement System, RTGS)、協助就學貸款制度改革、建置外幣結算平台及推動兩岸金融合作等等。後來 2007 年 1 月 5 日，中華商銀及力華票券於營業時間終了，發生資金短缺，幸好央行早在 2002 年已採行 RTGS，得以避免發生系統性風險，否則不堪設想。在兩岸金融合作方面，由於兩岸之間投資與經貿關係往來密切，進一步開放兩岸金融往來有其必要。因此，在 2012 年 8 月 31 日，央行與大陸人民銀行正式簽署「海峽兩岸貨幣清算合作備忘錄」，開放銀行收兌人民幣業務，便利兩岸交易的清算。

貨幣政策與財政政策需要妥適配合，才能發揮充分效果。2009 年政府大幅調降遺贈稅率(原為累進稅率，最高稅率為 50%，降為單一稅率 10%)，加以全球金融

⁵ Ostry, J., A. Ghosh, K. Habermeier, M. Chamon, M. Qureshi, and D. Reinhart (2010), “Capital Inflows: The Role of Controls,” *IMF Staff Position Note*, International Monetary Fund, February 19. International Monetary Fund (2012), *The Liberalization and Management of Capital Flows: An Institutional View*, International Monetary Fund, November 14.

危機後，國外投資收益率下降，國人海外資金大量匯回，流向房地產。為維持金融穩定，央行早自 2009 年 10 月即開始進行道義說服及專案金融檢查，督促金融機構加強控管不動產授信風險。2010 年 6 月起，央行陸續對特定地區第二戶購屋貸款、全台高價住宅貸款及土地抵押貸款的最高貸款成數加以限制。這些針對性的總體審慎措施(Targeted Macroprudential Measures)，曾獲得國際信評公司 Moody's 的高度肯定。⁶

附帶要說明的是，央行為何不提高利率因應房價問題而採針對性的總體審慎措施？答案就是要對症下藥。利率的影響是全面的，而房地產市場只是整體經濟的一部分，為穩定房市而大幅提高利率會傷及無辜；而且台灣住宅每 100 戶僅有 26 戶向銀行借款，利率對房地產的影響有侷限。⁷ IMF 即認為，處理房價上漲，採提高利率的方法是大而不當的措施(blunt instrument)。⁸ 瑞典

⁶ 2014 年 7 月 Moody's 指出，台灣央行最新的房貸風險性調控措施有助抑制投機性交易，促進房價維持在較合理的水準，有益銀行業資產品質的改善。Moody's (2014), "Taiwan's Tightened Mortgage Lending Rules Are Credit Positive for Banks," *Credit Outlook*, July 3.

⁷ 根據 Jordà *et al.* (2015) 以 14 個國家，長達 140 年的歷史資料所進行的實證研究顯示，利率水準每上升 1%，房價所得比下滑 4.37%。以紐西蘭為例，這代表紐西蘭的升息幅度須達雙位數才得以穩定房價，可參閱 Jordà Ò., M. Schularick, and A. Taylor (2015), "Betting the House," *Journal of International Economics* 96-S1, S2-S18。

⁸ International Monetary Fund (2011), *Regional Economic Outlook: Asia and Pacific*, International Monetary Fund, April。

央行為處理房價上漲問題，於 2010 年 7 月提高利率，導致通縮壓力上升，旋於 2011 年 12 月起轉而調降利率，至 2014 年 10 月 28 日甚至降到零，是活生生的失敗案例。⁹ 另據 IMF 的實證研究，低利率與房價上漲沒有必然的關係。2002 至 2006 年，英國、澳洲利率均高於美國，房價漲幅卻高於美國；同期間，日本維持低利率，房價卻下跌。¹⁰

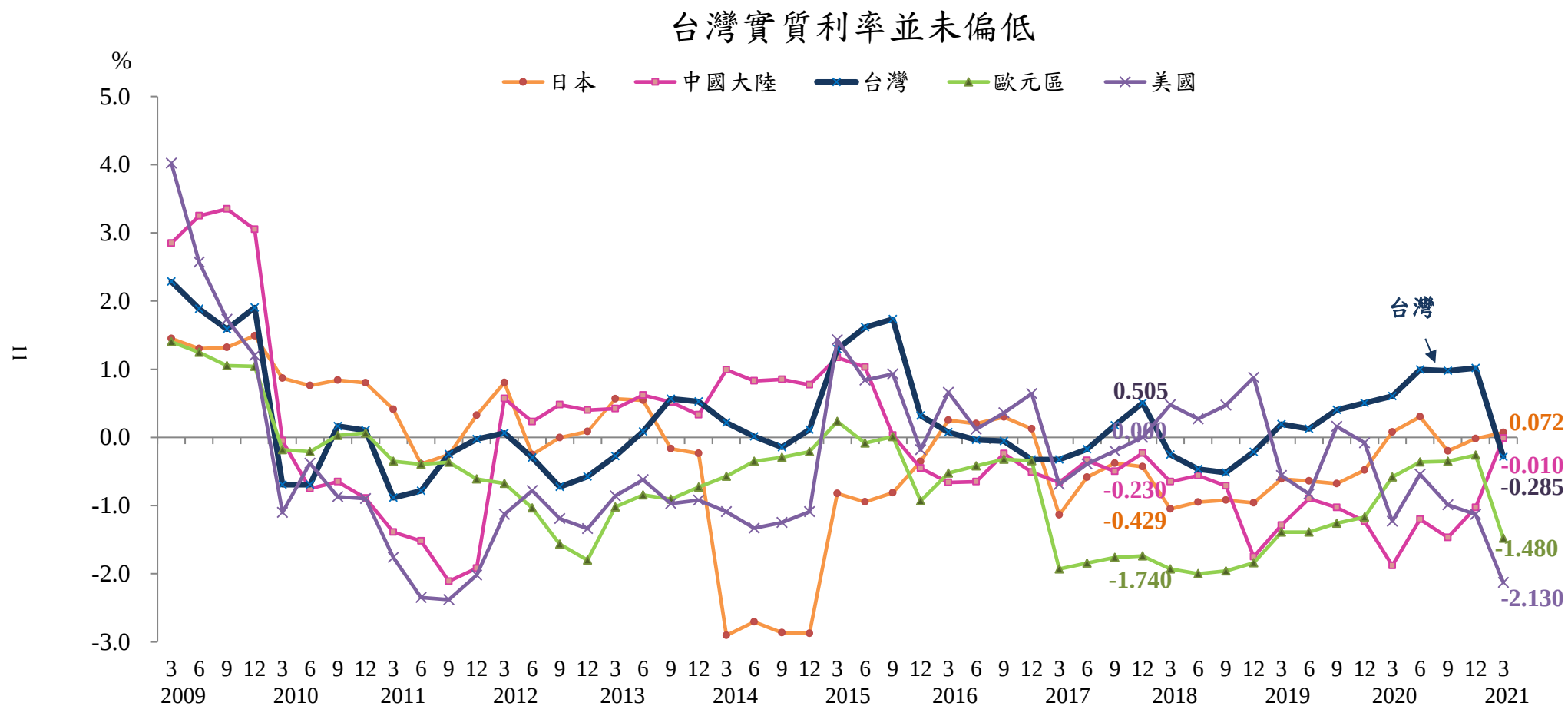
更重要的是，當時台灣的實質利率並未偏低，2009 到 2021 年絕大多數期間，台灣的實質利率高於主要國家(見圖三)，日本野村證券的研究也認為「台灣的政策利率並無偏低的問題。」¹¹

⁹ 中央銀行(2014)，「國際間重蹈政策失誤的例子，一再上演！」，12 月 18 日央行理監事會後記者會參考資料，中央銀行，12 月 18 日。

¹⁰ International Monetary Fund (2009), "Chapter 3: Lessons for Monetary Policy from Asset Price Fluctuations," *World Economic Outlook*, October.

¹¹ Cheung, Candy *et al.* (2013), "Asia Special Report: Asia's Rising Risk Premium," *Nomura*, June 28。

圖三 主要經濟體實質利率比較(2009-2021)



註：實質利率=1 年期定期存款利率—通膨率預測值。各經濟體 1 年期定期存款利率為當地大型銀行之 1 年期定期存款利率，通膨率預測值為 IHS Markit 對當年各經濟體全年通膨率的預測值。

還記得 2015 年初，財政部張前部長來訪，告訴我他推動的「房地合一課稅」法案遭遇困難。由於該法案可遏阻房地產的投機行為，有助房市健全，而且南韓、新加坡、香港、英國、加拿大、澳洲等均以租稅為手段平穩房市，乃盡全力協助溝通，獲立法院王前院長支持，由李桐豪立委提案將法案逕付二讀，而於 2015 年 6 月 5 日三讀通過。張前部長曾於行政院院會及公開場合對央行表達謝意。¹²

該法案於 2016 年 1 月 1 日起實施，對短期內買賣房地產的利得課以重稅，一年內的利得稅率即高達 45%。自實施後，投機客退場，房市景氣降溫，交易量明顯縮減，價格則緩跌。

2019 年來，受主要國家量化寬鬆貨幣政策外溢效果影響，以及政府推動台商回台與國人境外資金回流政策影響，加以廠商大量進駐科技產業園區，帶動周邊購屋需求，且建商積極購地，致地價上揚，推升中南部

¹² 沈婉玉(2015)，「張盛和：推房地合一稅步步驚心」，聯合新聞網，6 月 6 日。張部長因推動「房地合一課稅」及「兩稅合一減半」等政績，榮獲英國銀行家雜誌(The Banker)2015 年全球最佳財長獎。

房價。2020 年上半年受疫情干擾，房市買氣暫趨觀望；下半年起，因國內疫情控制得宜，經濟表現良好，房市交易明顯增溫，並出現預售屋紅單炒作現象。為抑制房市炒作，避免過多資金資源流入房地產市場，政府於 2020 年 12 月推出「健全房地產市場方案」，央行分別於同月及今(2021)年 3 月推出兩波選擇性信用管制措施(即前述針對性的總體審慎措施)；財政部則推動房地合一課稅 2.0，延長最高稅率適用年限，並在今年 4 月 9 日經立法院三讀通過，新制將於 7 月 1 日起實施。

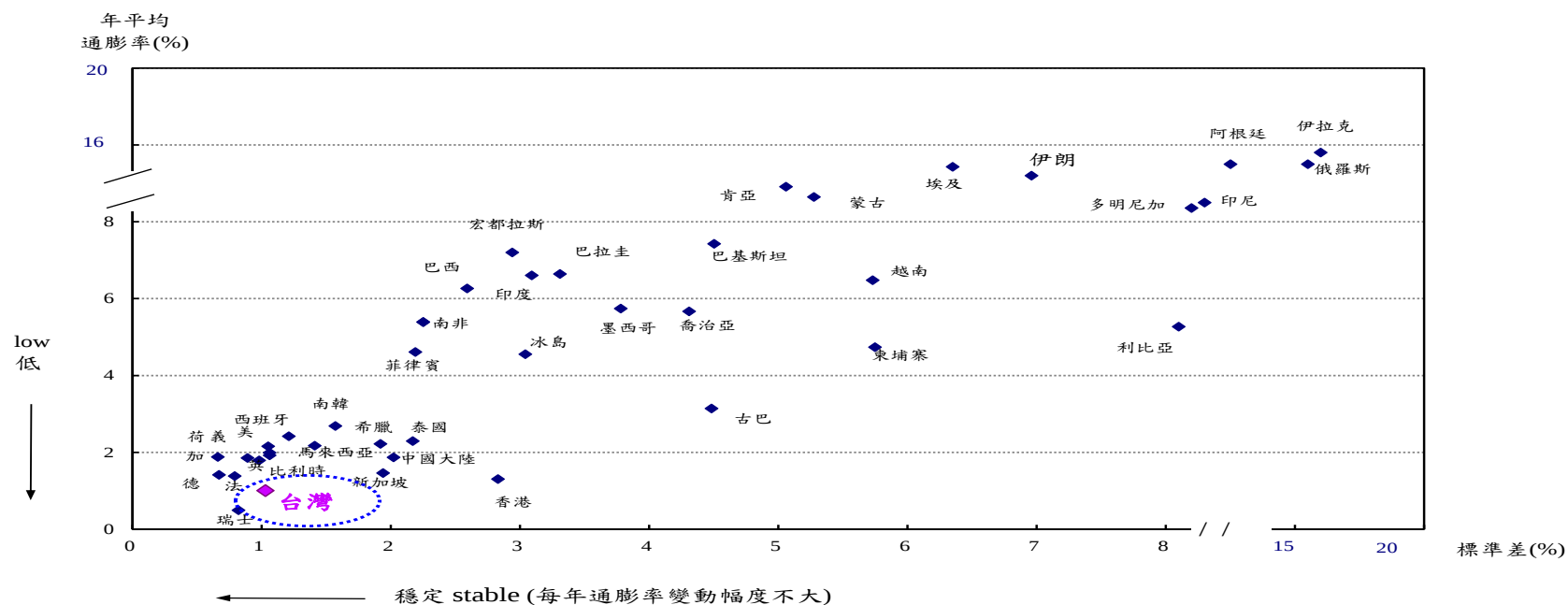
健全房市除從上述需求面管理外，也宜從供給面著手，如捷運向郊外延伸、廣建社會住宅。供需雙管齊下，效果將更為良好。

這些政策、措施與制度改革等，使得台灣多年來物價漲幅低而穩定(low and stable)(見圖四)，新台幣匯率也具有反通貨膨脹(anti-inflationary)與反景氣循環(counter-cyclical)的功能，有助經濟持續成長。

近二十多年來，央行的作為也屢受國際肯定。例如，2016 年 2 月，德國貝特曼基金會(Bertelsmann Stiftung)

圖四 主要國家通膨率(1998-2017)

台灣物價漲幅低而穩定



資料來源：IHS Markit

指出，台灣央行採行與經濟金融穩定的目標一致的審慎外匯政策，帶領台灣安然渡過全球金融危機。台灣央行具有完全的獨立性，利率政策也謹慎可靠，是亞洲國家中聲譽最好的央行之一。¹³

2009 至 2017 年間，國際三大信評公司 S&P、Moody's 與 Fitch 多次相繼對央行貨幣政策給予高度肯定，認為央行的貨幣政策極具彈性，也具可信度，貨幣管理健全，通貨膨脹低且穩定，表現優於大多數國家。

此外，日前辭世的諾貝爾經濟學獎得主 Robert Mundell 曾稱讚「台灣在亞洲金融危機時新台幣匯率的穩健操作，一路緊釘美元，但允許適度浮動，這種動態穩定是不錯的外匯管理策略。」¹⁴ 還有，史丹佛大學教授 Ronald McKinnon、哈佛大學教授 Dani Rodrik、聯合國亞太經濟社會委員會(UNESCAP)等，也都盛讚台灣央行的外匯政策或資本移動管理措施。

¹³ Bertelsmann Stiftung (2016), *Bertelsmann Stiftung's Transformation Index 2016*, Bertelsmann Stiftung.

¹⁴ 經濟日報(2005)，「孟岱爾：人民幣升 6%，不傷中國經濟」，10 月 3 日。

多年來，很多事情讓我倍感溫馨。我曾收到一封寄自台北市和平東路靈糧堂、謙稱自己是「95 歲老百姓」的信，其中有一段：「你在貨幣利率方面拿捏得非常穩妥。人家罵你不要生氣，免傷身體，為公為私請保重，我會在禱告中求神保佑你及你全家平安。」¹⁵ 也曾在大安公園，碰到一位素不相識的老先生拿了一本《地藏菩薩本願經》送給我，這是他一筆一畫親手抄錄的，並在最後一頁寫著「謹將此寫經功德迴向與彭總裁淮南先生伉儷，並祈福壽綿長。謝宗英敬贈。」¹⁶ 這些感人的事情，長駐我心。

那麼，多年來是甚麼樣的原因驅動我一往直前？那就是使命感與國人的鼓勵！我從 1971 年進入央行工作，一直到 2018 年卸任，這期間與我共事的同事們都會覺得我做事很急切，不停地撰寫分析報告；甚至在早年沒有電腦的時代，經常需要熬夜寫稿，由內人為我謄稿。追本溯源，正是使命感的驅使；即使卸任之後，仍然十分關心各種經濟問題，始終想要將最好的政策分

¹⁵ 該信日期為 2014 年 12 月 3 日。

¹⁶ 贈經之事發生在 2012 年 10 月的某一天。

析及時呈現，供政府參考，庶幾不負國人期待。這是我一生的志業。

在我擔任央行總裁任內，經歷三次政黨輪替，四位總統，十五位行政院長，幸獲歷任長官及立法委員信任，中央銀行從而得以在政府架構下保持超然獨立性。

總計我在央行服務達 43 年 9 個月。這期間我曾有多次轉換工作的機會，但仍選擇留在央行。若再加計台銀、中信局及中國商銀的年資，在銀行業服務則長達 51 年又 5 個月。第一個工作是銀行員，最後的工作也是銀行員，這是我相當自豪的事。

再次感謝清華大學給我這份殊榮，感謝賀陳校長的鼓勵與費神安排這場典禮，也感謝各位貴賓前來觀禮！而這份殊榮也是對全體央行同仁的肯定；和他們胼手胝足，一起努力，是我的光榮，也藉此機會一併謝謝他們。

最後，敬祝各位貴賓身體健康，萬事如意！謝謝大家！

附錄一 貴賓致詞

中央銀行副總裁嚴宗大先生講詞

感謝賀陳校長的邀請前來觀禮。個人跟彭總裁共事多年，講幾個小故事跟大家分享。

彭總裁在銀行業服務長達 51 年 5 個月，其中在央行服務就有 43 年 9 個月；其餘時間分別是剛畢業在台銀服務的 5 年，另外 3 年則分別出任中信局理事主席及中國商銀董事長。

在央行期間，於 1989 年 7 月由經研處處長轉任外匯局局長，整整當了 5 年。從他的背景觀察，他是一位有理論基礎和實務經驗的銀行家。

轉任外匯局局長後，就在局內設立研究小組，提供外匯操作的建言。外匯局管理龐大的外匯存底，而外匯操作與國際金融市場息息相關。因此，只要歐美金融市場有營業，縱使國內放假，他也會跟外匯局交易員來行上班。出任總裁後，亦復如此，因而被媒體稱為全年無休的總裁。

當上總裁之後，成立了網路資訊小組，收集與分析即時資訊，時時刻刻掌握國際經濟金融情況。

他在任期間，個人幸獲提拔擔任經研處處長。2009年下半年，他看到都會地區房價漲幅較高，就對銀行進行道義說服，要他們在辦理房貸時，務必審慎。

從2010年6月起，央行陸續對特定地區第二戶購屋貸款、土地抵押貸款及高價住宅貸款的最高成數設限。為免影響一般民眾（特別是年青朋友）的購屋融資需求，他跟經研處同仁費神仔細的從聯徵中心資料去篩選哪些都會地區的房價漲幅相對偏高，而專對該地區的房貸最高成數設限，即採行所謂的 targeted prudential measures。此說明當時央行採行的房貸政策是經過詳實的評估，也就是「謀定而後動」。

2003年初，當時教育部杜部長向彭總裁抱怨，銀行辦理的「就學貸款」利率偏高。彭總裁與同仁研究後，發現就學貸款逾放比率偏高，每筆金額小，筆數又多，致利率無法下調。因此，向行政院建議採行信用保證機制，由教育部承擔8成風險，銀行自負2成風險。實

施後，學貸利率由 6.25% 降到 3.175%，大幅減輕在學期間政府的利息補貼，學生畢業後利息負擔也減輕，銀行的學貸逾放比率也下降，陳前總統曾公開稱讚這是三贏政策。

2006 年 5 月，彭總裁看到媒體報導，約有 12 萬名小學生沒有營養午餐可吃，他即找了四家文教基金會，總共捐了 400 萬元給教育部，專款專用於學生午餐。

彭總裁對同仁工作品質的要求甚嚴，但他非常關心同仁。在他任內開始，央行每年定期安排醫療機構來行為同仁做超音波等檢查。如果同仁生病情況較為嚴重，他也會主動為同仁尋求醫療機構的協助。

他卸任後，擔任央行無給職的榮譽顧問，每天八點半來行，五點半離行；仍然不斷求知，關心國事。最深刻的是，他曾積極投入非本業的離岸風電售價議題。當時他自己也找了很多專家瞭解問題後，對風電躉購價格提出建言，節省購電成本。

他在外面行走，常被要求合照，他都樂於接受。某次他與夫人在外用餐，鄰桌幾位女生走過來向他說：「彭總裁，我們超愛你！」他一時很不自然。夫人告訴他說：「現在年輕人說超愛你，是超喜歡你的意思，不要誤會！」，以後幾次再聽到「超愛你」的時候，他就一派輕鬆了！

最後，我要說的是，彭總裁是一位樂於終身學習的人。他的好學不倦與敬業精神值得年輕一輩仿效。

附錄二 黃金存摺介紹

國人喜歡投資黃金，但是到銀樓買賣實體黃金，買賣價差大，成色鑑定不易，搬運也有風險。因此個人於1997年在中央信託局擔任理事主席任內，創辦黃金存摺業務，利用黃金存摺買賣黃金，銀行替客戶保管實體黃金，以存摺登記買賣進出數量，可免去買賣實體黃金的諸多缺點。目前國內各大銀行甚至外商銀行在台分行也跟進開辦，方便個人的投資理財。在座各位如果打算投資黃金，就請利用黃金存摺，可省掉許多麻煩。